

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA PODNIKOHOSPODÁŘSKÁ

Ocenění společnosti Iveco Czech Republic, a.s.

Valuation of the company Iveco Czech Republic, a.s.

Student: Bc. Pavlína Hottmarová

Vedoucí bakalářské práce: Ing. Josef Kašík, Ph.D.

Ostrava 2011

Zadání diplomové práce

Student: **Bc. Pavlína Hottmarová**
Studijní program: N6208 Ekonomika a management
Studijní obor: 6208T020 Ekonomika podniku
Specializace: 00 Ekonomika podniku
Téma: **Ocenění společnosti Iveco Czech Republic, a.s.**
Valuation of the Company Iveco Czech Republic, a.s.

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
2. Teoreticko-metodologická část
3. Aplikace vybraných metod na společnosti Iveco Czech Republic, a.s.
4. Návrhy a doporučení pro společnost
5. Závěr

Seznam použité literatury

Seznam zkratk

Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:


COPELAND, T.; KOLLER, T.; MURRIN, J. *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. 3rd ed. New York: Wiley, 2000. 490 s. ISBN 0-471-36190-9.
KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 1999. 230 s. ISBN 80-7179-227-6.
MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.

Formální náležitosti a rozsah diplomové práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.


Vedoucí diplomové práce: **Ing. Josef Kašík, Ph.D.**

Datum zadání: 26.11.2010

Datum odevzdání: 29.04.2011


prof. Ing. Zdeněk Mikoláš, CSc.
vedoucí katedry




prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová
děkanka fakulty

Místopřísežně prohlašuji, že jsem diplomovou práci včetně všech příloh vypracovala samostatně a uvedla v seznamu literatury všechny použité literární a odborné zdroje.

V Ostravě dne: 21. 4. 2011

.....
Pavčina Hottmarová

Zde bych chtěla poděkovat všem, kteří mi pomáhali při zpracování této diplomové práce. Zejména vedoucímu práce Ing. Josefu Kašíkovi Ph.D. za odborné rady a společnosti Iveco Czech Republik, a.s. za poskytnuté účetní výkazy a informace, které mi pomohly při zpracování této práce.

Obsah

1	Úvod.....	3
2	Teoreticko-metodologická část	4
2.1	Definice podniku	4
2.2	Oceňování podniku	4
2.2.1	Zboží, jeho vlastnosti a trh	4
2.3	Hodnota podniku	5
2.3.1	Tržní hodnota.....	6
2.3.2	Subjektivní (investiční) hodnota.....	6
2.3.3	Objektivizovaná hodnota	6
2.3.4	Kolínská škola	7
2.4	Důvody pro ocenění podniku	8
2.5	Postup při ocenění podniku	8
2.5.1	Sběr vstupních dat.....	8
2.5.2	Strategická analýza	9
2.5.3	Analýza finančního zdraví podniku	12
2.5.3.1	Zdroje informací pro finanční analýzu	13
2.5.3.2	Horizontální a vertikální analýza.....	14
2.5.3.3	Analýza poměrových ukazatelů.....	14
2.6	Metody oceňování podniku	19
2.6.1	Výnosové metody	20
2.6.1.1	Metoda diskontovaných peněžních toků DCF (Discounted Cash flow)	21
2.6.1.2	Metoda kapitalizovaných čistých výnosů	30
2.6.1.3	Metoda ekonomické přidané hodnoty	31
2.6.2	Tržní metody.....	33
2.6.3	Majetkové metody	33
2.7	Charakteristika společnosti Iveco Czech Republik, a.s.....	36
2.7.1	Základní údaje o společnosti	36
2.7.2	Historie společnosti	38
3	Aplikace vybraných metod na společnosti Iveco Czech Republik, a.s.	41
3.1	Strategická analýza.....	41
3.2	Finanční analýza.....	45
3.2.1	Horizontální analýza	45

3.2.2	Vertikální analýza	47
3.2.3	Analýza poměrových ukazatelů	50
3.3	Ocenění podniku	55
3.3.1	Finanční plán	55
3.3.2	Účetní metoda ocenění podniku	56
3.3.3	Metoda diskontovaných peněžní toků – DCF equity	57
3.3.4	Metoda kapitalizovaných čistých výnosů	59
3.3.5	Metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA)	60
3.3.6	Shrnutí výsledků jednotlivých metod	63
4	Návrhy a doporučení pro společnost	64
5	Závěr	65
	Seznam použité literatury	67
	Seznam zkratk	71
	Seznam příloh	74

1 Úvod

Ocenění podniku je významným nástrojem řízení podniku. Pro ocenění společnosti je potřebné znát teorii metod, které lze použít, musí být k dispozici dostatek vstupních informací a musí být stanovené období, kterého se bude oceňování týkat.

Stanovení hodnoty podniku se netýká jen znalců a analytiků, dnes by se o hodnotu společnosti měli zajímat nejen majitelé, ale i manažeři daných společností.

Cílem diplomové práce je stanovit hodnotu podniku Iveco Czech Republic, a.s. k 1.1. 2010 použitím vybraných metod oceňování.

První částí diplomové práce je teoreticko-metodologická část, kde se nachází informace o základních metodách oceňování podniku. Je zde objasněna, jak analýza finančního zdraví podniku, tak i konkrétní metody oceňování podniku a jejich postup výpočtu. V této části je také představena společnost Iveco Czech Republic, a.s. Zjistíme zde obor podnikání společnosti, organizační strukturu a v neposlední řadě také historii podniku.

Druhou částí diplomové práce je praktická část, tedy aplikace metod na konkrétní společnosti. Nejprve je provedena analýza finančního zdraví podniku, kde se zabýváme horizontální a vertikální analýzou rozvahy a výkazu zisku a ztráty a poté provedeme analýzu poměrových ukazatelů. Následně přejdeme k samotnému ocenění podniku. Zde se nejdříve provede analýza mikroprostředí a makroprostředí, následně se stanoví finanční plány rozvahy a výkazu zisku a ztráty pro období 2010 až 2014. Poté se již přejde k ocenění společnosti pomocí vybraných metod, ke kterým patří metoda DCF, metoda kapitalizovaných čistých výnosů, metoda ekonomické přidané hodnoty a účetní metoda ocenění podniku. V závěru bude provedeno zhodnocení výsledků.

2 Teoreticko-metodologická část

2.1 Definice podniku

V literatuře je podnik vymezován různě. Největší význam pro oceňovatele má definice, která je uvedena v obchodním zákoníku, vymezuje podnik dle § 5 takto:

Podnikem se rozumí: „Soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání; k podniku náleží práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku neb vzhledem ke své povaze mají tomuto účelu sloužit.“¹

2.2 Oceňování podniku

Účelem oceňování podniku je stanovení jeho hodnoty, zabývá se podnikem jako zbožím, které je určeno ke směně. Ocenění je výsledkem procesu oceňování, tedy přiřazení určité hodnoty podniku.

Výsledek procesu oceňování je závislý na mnoha faktorech, zejména na účelu ocenění, na zkušenostech odhadce, ale i na kvalitě a množství dostupných informací apod. (Kislingerová, 1999)

2.2.1 Zboží, jeho vlastnosti a trh

Nejdříve se budeme věnovat základním pojmům, souvisejícím s trhem a poté se můžeme zabývat vysvětlením modelů oceňování.

Zboží, které je předmětem směny na trhu, se vyznačuje dvěma základními vlastnostmi, a to:

¹ viz. Zákon č. 513/1991 Sb., Obchodní zákoník

- užitnou hodnotou,
- směnnou hodnotou.

Užitná hodnota je souhrnem vlastností, které ze zboží dělají statek. Jde tedy o schopnost produktu být v budoucnu užitečný.

Směnná hodnota znamená schopnost zboží být předmětem směny. Směnná hodnota je hodnota zboží, která je vyjádřena v penězích, dané zboží je předmětem směny a tvoří tak cenu tohoto zboží. (Kislingerová, 1999)

2.3 Hodnota podniku

Hodnota podniku je dána očekávanými budoucími příjmy (na úrovni vlastníků, či na úrovni všech investorů do podniku) převedenými na jejich současnou hodnotu. (Mařík, 2007)

Příjmy v dlouhém časovém horizontu nelze objektivně určit, ale pouze odhadovat. Tato skutečnost vede k tomu, že hodnota podniku je určitá víra v budoucnost podniku, která je vyjádřena v penězích.

Z tohoto názoru plynou následující závěry:

- Hodnota podniku není objektivní vlastnost celku zvaného podnik, jelikož je založena na projekci budoucího vývoje. Jde tedy o odhad.
- Když hodnota není objektivní vlastnost, není možné stanovit jednoznačný algoritmus, který by umožnil hledanou hodnotu určit.
- Hodnota bude závislá na účelu ocenění a na subjektu, z jehož hlediska je určována. (Mařík, 2007)

2.3.1 Tržní hodnota

Definice tržní hodnoty:

„Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.“²

2.3.2 Subjektivní (investiční) hodnota

„Investiční hodnota je hodnota majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovené investiční cíle. Tento subjektivní pojem spojuje specifický majetek se specifickým investorem nebo skupinou investorů, kteří mají určité investiční cíle. Investiční hodnota majetkového aktiva může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota tohoto majetkového aktiva. Termín investiční hodnota by neměl být zaměňován s tržní hodnotou investičního majetku.“ (Mařík, 2007, str. 26).

2.3.3 Objektivizovaná hodnota

Objektivizovaná hodnota je založená na datech, která jsou nezávislá na znalci či investorovi, a na obecně přijímaných metodách. Cílem je dosáhnout co největší reprodukovatelnosti ocenění. Zásady jsou následující:

- Objektivní ocenění si žádá, aby z podniku bylo vybráno jen tolik peněžních prostředků, aby nebyla ohrožena jeho majetková podstata.
- Ocenění je založeno na volném zisku, tedy té části zisku, kterou mohou vybrat, aniž by byla ohrožena majetková podstata podniku.
- Majetek podniku je rozdělen na část nezbytnou pro vlastní provoz a část ostatní.
- Při ocenění podniku se vychází ze stavu podniku v okamžiku ocenění.

² International Valuation Standards 2005, s. 82 (kapitola International Valuation Standard 1, odst. 3.1)

- Metoda ocenění má být jasná a jednoznačná.
- Předpokladem je, že dosavadní management v podniku přetrvá.
- Doporučením je zohlednit daně na úrovni vlastníka. (Mařík, 2007)

2.3.4 Kolínská škola

Názor Kolínské školy je, že ocenění nemá smysl modifikovat v závislosti na jednotlivých podmínkách, ale na obecných funkcích, které má pro svého uživatele.

Základní funkce Kolínské školy jsou:

- a) poradenská funkce,
- b) rozhodčí funkce,
- c) argumentační funkce,
- d) komunikační funkce,
- e) daňová funkce.

Nejdůležitější je poradenská funkce, která kupujícím poskytuje informace o maximální ceně, kterou ještě mohou zaplatit, aniž by na transakci prodělali a o minimální ceně, kterou může přijmout prodávající, aniž by prodělal na prodeji. O těchto cenách můžeme mluvit jako o hraničních hodnotách účastníků transakce.

U rozhodčí funkce se jedná o výkon funkce nezávislého oceňovatele, který by měl odhadnout hraniční hodnoty účastníků transakce a nalézt spravedlivou hodnotu v rámci odhadnutého rozmezí.

V argumentační funkci hledá oceňovatel argumenty, které by měly zlepšit pozici dané strany a slouží jako podklad pro jednání.

Komunikační funkce nám dává podklad pro komunikaci s veřejností, hlavně s investory a bankami.

Cílem daňové funkce je poskytnout podklady pro daňové účely. (Mařík, 2007)

2.4 Důvody pro ocenění podniku

Ocenění je služba, která přináší užitek objednateli. Daný užitek může mít různou povahu dle potřeb objednatele a cílů, kterým má ocenění sloužit. Rozeznáváme tedy ocenění, která vycházejí z různých podnětů a mohou sloužit k různým účelům.

Musíme rozlišit, zda ocenění souvisí se změnou vlastnictví, či nikoliv. K oceněním souvisejícím s vlastnickými změnami patří např. koupě a prodej podniku, nepeněžitý vklad do obchodní společnosti, ocenění v souvislosti s fúzí, přijetí obchodního podílu na úhradu dluhu atd. Mezi ocenění, kdy nedochází k vlastnickým změnám, patří např. změna právní formy společnosti, ocenění v souvislosti s poskytováním úvěru či ocenění v souvislosti se sanací podniku. (Mařík, 2007)

2.5 Postup při ocenění podniku

Postup ocenění je samozřejmě závislý na konkrétních podmínkách, tj. hlavně na účelu ocenění, kategorii zjišťované hodnoty, zvolených metodách, dostupnosti dat atd. Obecně se však doporučuje následující postup: (Mařík, 2007)

- 1) Sběr vstupních dat
- 2) Analýza dat
- 3) Sestavení finančního plánu
- 4) Ocenění

2.5.1 Sběr vstupních dat

Při ocenění podniku je nutné mít řadu informací. Mezi nejdůležitější potřebná data řadíme: Základní data o podniku (předmět podnikání, název, právní forma), ekonomická data (účetní výkazy, výroční zprávy), relevantní trh (segmentace trhu, faktory vývoje trhu), konkurenční struktura relevantního trhu (hlaví přímí konkurenti, bariéry vstupu do odvětví), odbyt a marketing (ceny, cenová politika, reklama), výroba a dodavatelé (řízení kvality,

charakter výroby, kapacity a jejich využití) a pracovníci (struktura pracovníků, situace na trhu práce, produktivita práce, personální náklady). (Mařík, 2007)

2.5.2 Strategická analýza

Hlavní funkcí strategické analýzy je vymezit celkový výnosový potenciál oceňovaného podniku. Výnosový potenciál podniku je závislý na vnitřním a vnějším potenciálu, kterým podnik disponuje.

Vnější potenciál lze vyjádřit šancemi a riziky, které nabízí podnikatelské prostředí, ve kterém se daný podnik pohybuje. U vnitřního potenciálu jde o to, jak je podnik schopen využít šance vnějšího prostředí a čelit jeho rizikům. (Mařík, 2007)

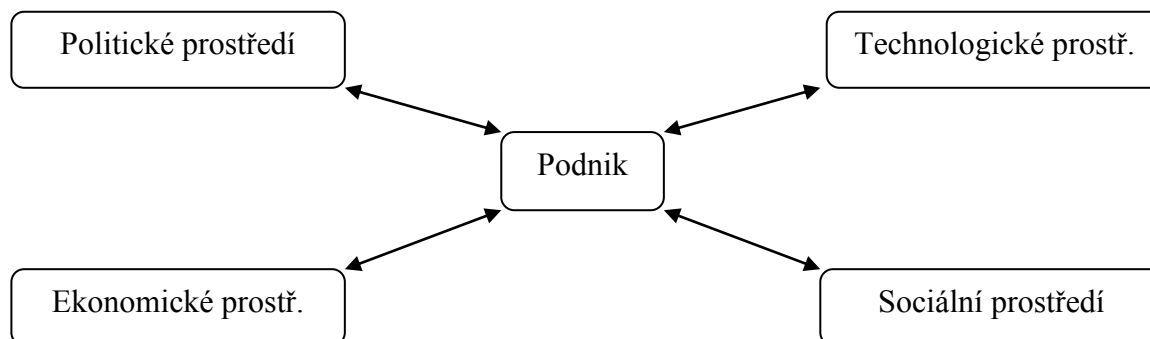
Strategická analýza je důležitým předpokladem věrohodnosti výsledného ocenění, proto je potřebné, aby měla konkrétní výsledky. K těmto výsledkům by měly patřit odpovědi na tyto tři otázky:

- 1) Jaké jsou perspektivy podniku z dlouhodobého hlediska?
- 2) Jaký vývoj trhu, konkurence a také vývoj podnikových tržeb lze v souvislosti s odpovědí na první otázku očekávat?
- 3) Jaká rizika jsou s podnikem spojena? (Mařík, 2007, str. 57)

Analýza makroprostředí

Vývoj makroprostředí, ve kterém podniky fungují, má významný vliv na jejich výkonnost. Podnik jako subsystém v rámci makroprostředí se dá znázornit následujícím obrázkem:

Obr. 2.1: Postavení podniku v rámci makroprostředí



Zdroj: KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. 1.vyd. Praha: C.H. Beck, 1999.

Z makroekonomického hlediska je důležité sledovat vliv mnoha ukazatelů, jako např. tempo růstu hrubého domácího produktu, vývoj úrokových sazeb, vývoj devizových kursů, vývoj inflace, fiskální politika státu, vývoj peněžní nabídky, ekonomické a politické šoky.

Reálný výstup ekonomiky se zpravidla měří hrubým domácím produktem. Když roste hrubý domácí produkt, tak rostou důchody domácností i podniků a tím i spotřeba a investice.

Ve fiskální politice státu se jedná o vývoj daňového zatížení právnických a fyzických osob, které může pozitivně či negativně ovlivňovat vývoj v podnikové sféře.

Vývoj peněžní nabídky se projevuje v chování investorů a má přímý vliv na vývoj akciových kursů.

Úrokové sazby mají bezprostřední dopad na vývoj hodnoty jednotlivých společností. Platí zde inverzní vztah mezi vývojem úrokových sazeb a vývojem kursů akcií, tj. při vzrůstu úrokových sazeb kursy akcií klesají a při poklesu naopak rostou.

Ekonomické a politické šoky se v podnikové sféře promítají zásadním způsobem. Jedná se zde například o volební výsledky, vývoj nezaměstnanosti apod. (Kislingerová, 1999)

Analýza mikroprostředí

„Příslušnost podniku k určitému odvětví je velmi důležitá a identifikace základních znaků dává investorovi přesnější představu o zamýšlené investici.“ (Kislingerová, 1999. str. 22)

Základní charakteristické znaky odvětví jsou:

- citlivost na změny hospodářského cyklu,
- míra regulace ze strany státu,
- struktura odvětví.

Nejdůležitější charakteristikou je první jmenovaná, tedy analýza citlivosti daného odvětví na hospodářský cyklus. Můžeme rozlišit odvětví cyklická, neutrální a anticyklická.

Mezi cyklická odvětví patří ta, která kopírují hospodářský cyklus. Nejčastěji jde o zboží dlouhodobé spotřeby, kde zákazník může spotřebu odložit až na období, kdy bude v lepší finanční situaci. Jedná se např. o stavebnictví, výrobu automobilů apod.

Neutrální odvětví nejsou zásadně ovlivňována hospodářskými cykly. Patří sem např. výroba nezbytných statků (konstantní úroveň poptávky), výroba potravin, výroba léků apod. Řadí se sem i produkty s nízkou cenovou elasticitou (káva, cigarety, alkohol, noviny a časopisy).

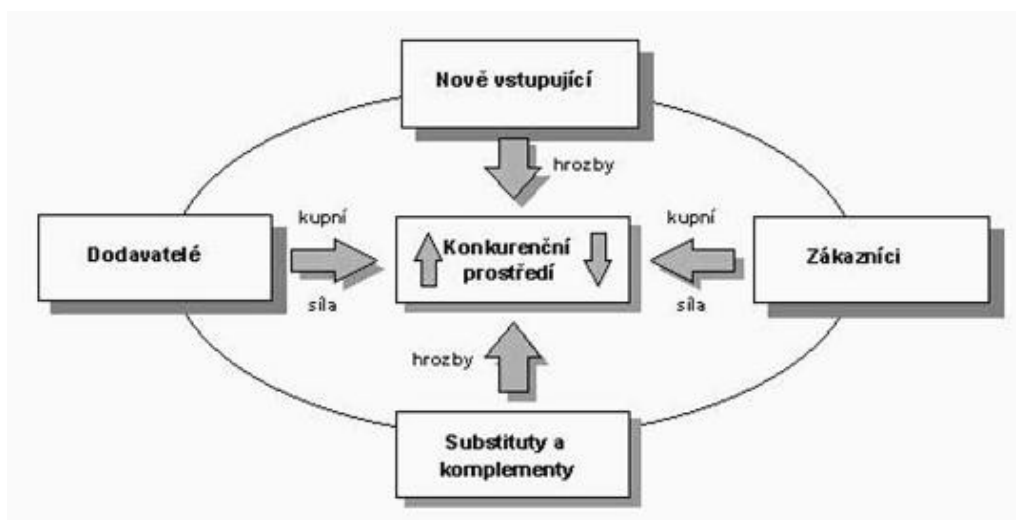
Anticyklická odvětví jsou taková, která v období recese dosahují nejlepších výsledků. Příkladem mohou být hrací automaty, sázkové kanceláře apod. (Kislingerová, 1999)

Další důležitou odvětvovou charakteristikou je způsob vládní regulace. Ve vztahu k některým produktům či službám může existovat cílený přístup ze strany státu, tj. například existují regulované ceny (energie, nájemné apod.), nebo se může jednat o bariéry vstupu do odvětví formou udělování licencí státem apod. (Kislingerová, 1999, str. 25)

Třetí charakteristikou je struktura odvětví, na kterou působí pět dynamických konkurenčních faktorů:

- vstup nových konkurentů
- hrozba nových konkurentů či služeb
- dohadovací schopnost kupujících
- soupeření mezi existujícími konkurenty (Kislingerová, 1999)

Obr. 2.2: Porterův model



Zdroj: KOVÁŘ, F. *Strategický management*. Edice učebních textů. Management. Praha : Vysoká škola ekonomie a managementu, 2008.

2.5.3 Analýza finančního zdraví podniku

Za zdravý podnik lze považovat takovou společnost, která je dlouhodobě schopna dostát svým závazkům, disponuje dostatkem interních zdrojů pro financování dalšího rozvoje podniku, popřípadě plní předpoklady pro získání externích zdrojů na financování rozvoje. (Kašík, Michalko, 1998)

2.5.3.1 Zdroje informací pro finanční analýzu

Zdroje pro finanční analýzu vycházejí ze základních finančních výkazů, tj. z rozvahy, výkazu zisku a ztráty a z přehledu o peněžních tocích (cash flow). Jsou to údaje, které dokumentují hospodaření podniku. (Sůvová, 1999)

Rozvaha

Rozvaha neboli balance podává celkový přehled o aktivech a pasivech podniku k určitému okamžiku. Z hlediska oceňovatele je potřebné mít k dispozici rozvahy za více období, aby bylo možné zjišťovat tendence, které se v podniku projevují. Pro oceňovatele je dobré mít k dispozici i rozvahy podniků podobného zaměření. (Mařík, 2007)

Výkaz zisku a ztráty

Výkaz zisku a ztráty nám dává informace o úspěšnosti hospodaření podniku a výsledku, který podnik za určité období dosáhl, porovnává tedy tokové veličiny: výnosy a náklady. (Kislingerová, 2004)

Je vhodné zkoumat strukturu výkazu a dynamiku jednotlivých položek. Kritériem v tomto případě je:

- podíl jednotlivých položek na celkových výkonech ve vztahu k obvyklé hodnotě podílů u obdobných podniků,
- vývoj podílu jednotlivých položek ve vztahu k obvyklému podílu a ve vztahu k dosahovanému výsledku hospodaření. Chceme tedy získat odpověď na otázku, jak jednotlivé složky výsledovky ovlivňovaly výsledek hospodaření. (Mařík, 2007)

Výkaz peněžních toků (cash flow)

Výkaz peněžních toků lze charakterizovat jako pohyb peněžních prostředků (přírůstek či úbytek) podniku za určité období v souvislosti s jeho ekonomickou činností. (Valach, 1999)

2.5.3.2 Horizontální a vertikální analýza

Horizontální analýza – sleduje vývoj položek účetních výkazů v čase. Horizontální analýza sleduje, jak se daná položka mění v čase. Analýza může být prováděna meziročně (srovnáváme dvě po sobě jdoucí období) nebo za několik účetních období. (Scholleová, 2008)

Vertikální analýza – sleduje proporcionalitu položek účetních výkazů vůči základní veličině. Cílem vertikální analýzy je zjistit podíl majetkových složek na celkových aktivech, podíl zdrojů financování na celkových pasivech a podíl položek výsledovky na tržbách. (Scholleová, 2008)

2.5.3.3 Analýza poměrových ukazatelů

Poměrové ukazatele umožňují získat rychlý a nenákladný obraz o základních finančních charakteristikách podniku. (Kovanicová, Kovanic, 1995)

Nejčastěji se setkáváme s následujícími základními skupinami ukazatelů: ukazatele rentability (výnosnosti), aktivity, zadluženosti, likvidity a ukazatele kapitálového trhu. (Kislingerová, 1999)

➤ Ukazatele rentability

Ukazatele rentability poměřují konečný efekt dosažený podnikatelskou činností k určitému vstupu, a to k celkovým aktivům (majetku), kapitálu (vlastní jmění) či k tržbám. (Kislingerová, 1999)

Rentabilita úhrnných vložených prostředků (ROA – return on assets)

$$ROA = \frac{\text{zisk}}{\text{celková aktiva}} \quad (2.1)$$

Je základním měřítkem rentability. Měří, jaký efekt připadá na jednotku majetku zapojeného do podnikatelské činnosti. (Kislingerová, 1999))

Rentabilita vlastního kapitálu (ROE – return on equity)

$$ROE = \frac{\text{zisk}}{\text{vlastní kapitál}} \quad (2.2)$$

Ukazatel rentability vlastního jmění hodnotí výnosnost kapitálu, který do podniku vložili jeho akcionáři či vlastníci. Vypovídací schopnosti tohoto ukazatele závisí na obsahu údajů, z kterých se počítá. V čitateli se většinou uvádí zisk po zdanění. (Kovanicová, Kovanic, 1995)

Rentabilita tržeb

$$ROS = \frac{\text{zisk}}{\text{tržby}} \quad (2.3)$$

Důležitým ukazatelem jsou tržby za časovou jednotku. Jsou tržním ohodnocením výkonu podniku. (Kovanicová, Kovanic, 1995)

➤ Ukazatele likvidity

Likviditou rozumíme obecnou schopnost podniku hradit své závazky, získat dostatek prostředků na provedení potřebných plateb. (Dluhošová, 2006)

Ukazatele likvidity poměrují to, čím je možné platit (čítatel) tím, co je nutno zaplatit (jmenovatel).

Běžná likvidita (current ratio)

$$Běžná\ likvidita = \frac{oběžná\ aktiva}{krátkodobé\ závazky} \quad (2.4)$$

V podmínkách českých podniků je většinou úroveň tohoto ukazatele příznivější než u ostatních ukazatelů likvidity. Je to způsobeno tím, že jsou zde zahrnuty i zásoby. (Kislingerová, 1999)

Přijatelná hodnota se pohybuje v intervalu 1,8 – 2,5. Při nižší hodnotě koeficientu se podnik musí spoléhat na prodej zásob, což není přijatelné pro věřitele. Naopak při větším poměru jde o neproduktivní využití prostředků, ale pro dnešní společnost rychlého rozvoje jde o zbytečně velké zadržování majetku. (Scholleová, 2008)

Pohotová likvidita (quick asset ratio)

$$Pohotová\ likvidita = \frac{oběžná\ aktiva - zásoby - dlouhodobé\ pohledávky}{krátkodobé\ závazky} \quad (2.5)$$

Pohotová likvidita je přesnějším vyjádřením schopnosti podniku dostat krátkodobým závazkům, a to proto, že v čitateli jsou odečteny právě položky zásob. (Kislingerová, 1999)

Doporučená hodnota pro tento ukazatel by se měla pohybovat v intervalu 1 – 1,5. Pohotová likvidita s nižším koeficientem ukazuje, že v poměru ke krátkodobému cizímu jmění je přísun peněz a příjmů tržeb nedostačující. (Scholleová, 2008)

Okamžitá likvidita (cash position ratio)

$$Okamžitá\ likvidita = \frac{peněžní\ prostředky}{krátkodobé\ závazky} \quad (2.6)$$

Okamžitá likvidita je nejpřísnějším ukazatelem likvidity. Měří schopnost uhradit krátkodobé závazky právě v tento okamžik. V čitateli jsou obvykle peníze a jejich ekvivalenty (krátkodobé cenné papíry a šeky). (Kislingerová, 1999, str. 63)

Hodnota ukazatele okamžité likvidity by se měla pohybovat od 0,2 do 0,5. Vyšší hodnota nám ukazuje dobrou likviditu, ale zároveň také držení velké hotovosti jakožto neproduktivního aktiva. (Scholleová, 2008)

➤ Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity podávají informace o tom, jak podnik využívá jednotlivé majetkové části. Můžeme zde pracovat s ukazateli dvojího typu, a to s ukazateli počtu obrátů nebo dobou obratu. Jinak řečeno, jde o hodnocení vázanosti kapitálu v aktivech. V prvním případě informuje vypočítané číslo o počtu obrátek za rok, v druhém potom o počtu dní. (Kislingerová, 1999)

Doba obratu zásob

$$Doba\ obratu\ zásob = \frac{průměrná\ zásoba}{denní\ spotřeba} \quad (2.7)$$

Tento ukazatel je definován jako poměr průměrného stavu zásob (v peněžních jednotkách) k průměrným denním tržbám. Tímto ukazatelem chceme změřit dobu, po kterou je kapitál vázán v určité formě zásob, je tedy vhodnější dosadit do jmenovatele průměrné celkové denní náklady (denní spotřebu). A protože existují různé druhy zásob (zboží, nedokončená výroba, zásoba výrobků), je možné souhrnný ukazatel analyzovat dle druhů zásob a do jmenovatele dosadit pouze ty náklady, které mají vztah ke sledovanému druhu zásob. (Kovanicová, Kovanic, 1995)

Tímto ukazatelem zjišťujeme počet dnů, po něž jsou zásoby vázány v podnikání. (Kovanicová, Kovanic, 1995)

Jestliže podnik skladuje vysoké množství zásob, než kolik nezbytně potřebuje ke svému provozu, plýtvá zbytečně finančními prostředky. Je tedy důležité udržovat stav zásob na úrovni, která zajistí plynulý odbyt a bezproblémové zásobování výroby materiálem. (Kovanicová, Kovanic, 1995)

Relativní vázanost stálých aktiv

$$\text{Relativní vázanost stálých aktiv} = \frac{\text{stálá aktiva}}{\text{roční tržby}} \quad (2.8)$$

Stálá aktiva představují podstatnou složku aktiv celkem. Tento ukazatel nám říká, do jaké míry se dá zvyšovat objem tržeb bez dalšího rozšiřování kapacity měřené stálými aktivy. Žádoucí tendence je, aby tento ukazatel v čase klesal, protože jediné tehdy roste účinnost, zjednodušeně řečeno, podnik na stejném zařízení vyrobil větší objem tržeb. (Kislingerová, 1999)

Doba obratu pohledávek

$$\text{Doba obratu pohledávek} = \frac{\text{obchodní pohledávky}}{\text{denní tržby na obchodní úvěr}} \quad (2.9)$$

Ukazatel informuje o tom, kolikrát za rok se pohledávky přemění v pohotové peněžní prostředky. (Kislingerová, 1999)

Tento ukazatel měří průměrný počet dní, po něž nám naši odběratele zůstávají dlužní, tj. dobu, která v průměru uplyne mezi prodejem na obchodní úvěr a přijetím peněz. Prodej na úvěr je nákladný, podnik totiž přichází o úroky a podstupuje riziko, že dlužník nezaplatí. (Kovanicová, Kovanic, 1995)

➤ Ukazatele zadluženosti

Tento ukazatel vyjadřuje vztah mezi cizími a vlastními zdroji. Čím více je podnik zadlužený, tím je ukazatel vyšší. Určitá výše zadlužení může být pro podnik užitečná,

ale velké zadlužení už je pro podnik nevýhodné, jelikož je zatížen splácením úroků a může se lehce dostat do nepříznivé finanční situace. (Grünvald, Holečková, Terner, 1992)

$$\text{Celková zadluženost} = \frac{\text{cizí zdroje}}{\text{celková aktiva}} \quad (2.10)$$

Pokud do financování podniku zapojíme cizí zdroje, můžeme tím snížit náklady za použití kapitálu v podniku, které vyjadřujeme pomocí WACC. (Scholleová, 2008)

$$\text{Zadluženost vlastního kapitálu} = \frac{\text{cizí zdroje}}{\text{vlastní kapitál}} \quad (2.11)$$

$$\text{Ukazatel úrokového krytí} = \frac{EBIT}{\text{nákladové úroky}} \quad (2.12)$$

Tento ukazatel nám říká, do jaké míry jsou úroky kryty vyprodukovaným ziskem (EBIT = zisk před odečtením úroků a daní). Ukazuje, kolikrát zisk převyšuje placené úroky. Např. pokud se ukazatel rovná 1, znamená to, že na zaplacení úroků bylo potřeba celého zisku a že na akcionáře nic nezůstane. Úroky by, dle doporučení, měly být pokryty ziskem třikrát. (Janok a kol., 2000)

2.6 Metody oceňování podniku

Cílem finančního ocenění podniku je vyjádřit jeho hodnotu pomocí určité peněžní částky. Potenciál společnosti je oceněn peněžním ekvivalentem.

K hodnotě, kterou hledáme, se většinou propracujeme použitím více oceňovacích metod. (Mařík, 2007)

Porozumění potenciálu společnosti pro růst zisků v budoucnosti je kritický k ocenění a strategickému hodnocení. Přesto vývoj odpovídajících odhadů je výzvou, zejména s přihlédnutím na stoupající zkreslení. (Copeland, Koller, Murrin, 2000)

V zásadě existují tři okruhy oceňovacích metod:

1) Ocenění na základě analýzy výnosů (výnosové metody)

- a) Metoda diskontovaných peněžních toků
- b) Metoda kapitalizovaných výnosů
- c) Kombinované výnosové metody
- d) Metoda ekonomické přidané hodnoty

2) Ocenění na základě analýzy trhu (tržní metody)

- a) Ocenění na základě tržní kapitalizace
- b) Ocenění na základě srovnatelných podniků
- c) Ocenění na základě údajů o podnicích uváděných na burzu
- d) Ocenění na základě srovnatelných transakcí
- e) Ocenění na základě odvětvových multiplikátorů

3) Ocenění na základě analýzy majetku (majetkové ocenění)

- a) Účetní hodnota vlastního kapitálu na principu historických cen
- b) Substanční hodnota na principu reprodukčních cen
- c) Substanční hodnota na principu úspory nákladů
- d) Likvidační hodnota
- e) Majetkové ocenění na principu tržních hodnot (Mařík, 2007)

2.6.1 Výnosové metody

Tyto metody vychází z toho, že hodnota statku je určena očekávaným užitekem pro jeho držitele. „U hospodářských statků, ke kterým patří i podnik, jsou tímto užitekem očekávané výnosy.“, (Mařík, 2007, str. 163)

Nejvhodnější z teoretického hlediska je za tyto výnosy považovat skutečné příjmy, které plynou z oceňovaného statku jeho držiteli. (Mařík, 2007)

2.6.1.1 Metoda diskontovaných peněžních toků DCF (Discounted Cash flow)

Metoda diskontovaných peněžních toků je základní výnosovou metodou. Peněžní toky jsou reálným příjmem, reálně vyjadřují užitek z drženého statku (podniku), a proto přesně odrážejí teoretickou definici hodnoty.

Existují tři základní techniky pro výpočet výnosové hodnoty metodou DCF:

- metoda „entity“ (entity = jednotka, označuje podnik jako celek),
- metoda „equity“ (equity = vlastní kapitál),
- metoda „APV“ (upravená současná hodnota). (Mařík, 2007)

Metoda DCF equity

Při použití této metody vycházíme z peněžních toků, které jsou k dispozici jen vlastníkům podniku. Jejich diskontováním získáme hodnotu vlastního kapitálu. (Mařík, 2007, str. 165)

Metoda DCF APV

Výpočet probíhá ve dvou krocích. Nejprve se zjistí hodnota podniku jako celku (H_b), ale zde je to součet dvou položek (hodnota podniku při nulovém zadlužení a současná hodnota daňových úspor z úroků). Poté odečteme cizí kapitál a zjistíme hodnotu netto. (Mařík, 2007))

Metoda DCF entity

Nejdříve vycházíme z peněžních toků, které by byly k dispozici pro vlastníky i pro věřitele, a jejich diskontováním získáme hodnotu podniku jako celku (hodnota brutto označována jako H_b). Od této hodnoty potom odečteme hodnotu cizího kapitálu ke dni

ocenění a získáme tak hodnotu kapitálu vlastního (hodnota netto, kterou budeme označovat jako H_n). (Mařík, 2007)

Tato metoda je v praxi nejvíce používána, proto se nadále budeme zabývat pouze touto metodou. Podnik jako celek (entita), není chápán na úrovni bilanční sumy, ale na úrovni investovaného kapitálu.

- **Investovaný kapitál**

Pro výpočet investovaného kapitálu je potřebná rozvaha, kterou musíme ve dvou směrech upravit. Nejprve musíme určit náklady na tento investovaný kapitál a dále rozčlenit aktiva na provozně nutná a nepotřebná. (Mařík, 2007)

a) Určení nákladů na kapitál:

Kapitál podniku najdeme v pasivech rozvahy, základní zdroje kapitálu jsou vlastní kapitál, cizí úročený kapitál, rezervy (nákladové), závazky a časové rozlišení.

Nejjednodušší je určit náklady na úročený cizí kapitál. Základem jsou požadované úroky. Složitější je určit odhad nákladů na vlastní kapitál. Rezervy mohou mít charakter vlastního kapitálu, či skutečných závazků (neúročených).

Problémem jsou závazky, z kterých velkou část tvoří závazky z obchodních vztahů, které jsou formou obchodního úvěru. Náklady jsou obsaženy v cenách dodávek, ale je téměř nemožné tuto položku v ceně oddělit a určit náklady na tuto položku. Proto budeme používat náhradní způsob a pracovat s oběžnými aktivy sníženými o tyto závazky, tzn. s pracovním kapitálem. (Mařík, 2007)

Dle Maříka (2007) je žádoucí, aby byl pracovní kapitál zvýšen o časové rozlišení aktivní a snížen o časové rozlišení pasivní.

Pro výpočet investovaného kapitálu použijeme modifikovanou formu výpočtu, odlišující se tím, že není cílem snížit oběžná aktiva o všechny dluhy splatné do roka,

ale o dluhy, u kterých se obtížně zjišťují náklady. Tento upravený pracovní kapitál se od běžného liší tím, že obvykle neodpočítáváme krátkodobé bankovní úvěry, ale jen neúročené závazky.

Obr. 2.3: Upravený pracovní kapitál pro účely výpočtu investovaného kapitálu

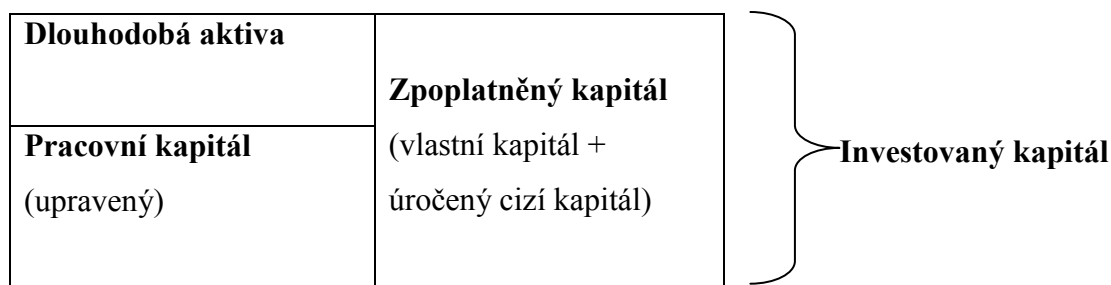
Dlouhodobá aktiva	Zpoplatněný kapitál (vlastní kapitál + úročený cizí kapitál)	} Upravený pracovní kapitál
Oběžná aktiva	Neúročený kapitál (především krátkodobé závazky)	

Zdroj: MAŘÍK, M., a kol. *Metody oceňování podniku*. 2.vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2007, str. 167

Krátkodobé neúročené závazky mají bezprostřední vazbu k pohybu peněžních prostředků, platby by měly proběhnout do jednoho roku a nevyvolávají žádné přímé úrokové náklady. Do závazků, o které by se aktiva měla snížit, patří:

- rozvahová skupina, která se označuje jako Krátkodobé závazky (závazky z obchodních vztahů, závazky k zaměstnancům, závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění, stát – daňové závazky a dotace, krátkodobé přijaté zálohy, dohadné účty pasivní a jiné závazky pokud nejsou úročeny)
- pasivní položky časového rozlišení (výdaje příštích období, výnosy příštích období). Ve výjimečných případech se ve skupině dlouhodobých závazků mohou vyskytovat explicitně nezaplatněné závazky – zejména dlouhodobé přijaté zálohy. V pasivech se dále vyskytují nákladové rezervy, které představují v rámci vymezení investovaného kapitálu určitý problém, který ještě není zcela vyřešen. (Mařík, 2007)

Obr. 2.4: Investovaný kapitál a jeho složení



Zdroj: MAŘÍK, M., a kol. *Metody oceňování podniku*. 2.vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2007, s. 168

b) Rozčlenění aktiv na provozně nutná a nepotřebná

Tato úprava bilanční sumy spočívá v rozčlenění aktiv na aktiva provozně nutná a aktiva nesloužící k zajištění hlavního provozu podniku. Vydělením neprovozního majetku dostaneme dvě úrovně investovaného kapitálu:

- Provozně nutný investovaný kapitál, který zahrnuje provozně nutný upravený pracovní kapitál a provozně nutná dlouhodobá aktiva.
- Celkový investovaný kapitál = provozně nutný investovaný kapitál + neprovozní aktiva.

Provozně nutný pracovní kapitál = provozně nutná oběžná aktiva + časové rozlišení aktivní provozně nutné – neúročené závazky (krátkodobé), které se vztahují k provozním aktivům (včetně pasivního časového rozlišení provozní povahy). (Mařík, 2007)

• Peněžní toky metody DCF entity

V běžném finančním plánu máme k dispozici prognózy cash flow na úrovni: provozní cash flow, investiční cash flow, finanční a celkové cash flow. Pro potřeby oceňování tyto varianty nejsou použitelné. Je potřeba určit, kolik peněz je možné vzít z podniku, aniž by byl narušen jeho předpokládaný vývoj. Východiskem u této metody je produkce peněz v podniku – provozní peněžní tok. Poté se musí odečíst investice a výsledkem je tzv. volné cash flow (free cash flow – FCF). (Mařík, 2007)

Tab. 2.1: Volný peněžní tok (FCF)

1.	+ Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi ($KPVH_D$)
2.	- Upravená daň z příjmů ($= KPVH_D * \text{daňová sazba}$)
3.	= Korigovaný provozní výsledek hospodaření po daních ($KPVH$)
4.	+ Odpisy
5.	+ Ostatní náklady započtené v provozním VH, které nejsou výdaji v běžném období
6.	= Předběžný peněžní tok z provozu
7.	- Investice do upraveného pracovního kapitálu (provozně nutného)
8.	- Investice do pořízení dlouhodobého majetku (provozně nutného)
9.	= Volný peněžní tok (FCF)

Zdroj: MAŘÍK, M., a kol. *Metody oceňování podniku*. 2.vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2007, s. 170

U metody DCF entity se volným peněžním tokem rozumí tvorba peněžních prostředků, které jsou k dispozici vlastníkům (akcionářům na dividendy) a věřitelům (v podobě splátek a úvěrů).

Proto někdy u této metody používáme označení peněžní toky do firmy (FCFF – free cash flow to firm), či peněžní toky pro vlastníky a věřitele. (Mařík, 2007)

Obecné zásady pro výpočet korigovaného výsledku hospodaření jsou:

- neměly by být odpočítány náklady na cizí kapitál (abychom dostali zisk a cash flow, které je k dispozici pro věřitele a vlastníky),
- neměl by obsahovat žádné jednorázové položky, které se nebudou pravidelně opakovat (hodnotu podniku totiž tvoří pouze výsledky hospodaření trvalého charakteru),
- neměl by obsahovat žádné výnosy a náklady, které souvisí s majetkem provozně nenutným, který jsme již vyřadili z provozně nutného investovaného kapitálu.

Tab. 2.2: Výpočet korigovaného výsledku hospodaření

Provozní výsledek hospodaření (z výkazu zisku a ztráty)
- Provozní výnosy jednorázové a nesouvisející s provozním majetkem
+ Provozní náklady jednorázové a nesouvisející s provozním majetkem
+ Výnosy s finančních investic a výnosové úroky, pokud plynou z provozně nutného majetku
- Finanční náklady související s provozně potřebným majetkem
= Korigovaný provozní výsledek hospodaření

Zdroj: MAŘÍK, M., a kol. *Metody oceňování podniku*. 2.vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2007, s. 174

Pro výpočet FCFF jsou důležité také investice. Realizovány by měly být pouze takové investice, slibující kladnou čistou současnou hodnotu. Investice ve schématu výpočtu volného peněžního toku jsou myšleny jako investice brutto. Tyto investice dále členíme na část, která zajišťuje obnovu, a na část rozšiřovací, která je označována jako investice netto. (Mařík, 2007)

• Technika propočtu hodnoty podniku a volba časového horizontu

V praxi obvykle předpokládáme, že podnik bude existovat nekonečně dlouho (jedná se o tzv. „going concern“). Je téměř nemožné pro tak dlouhé období plánovat peněžní toky pro jednotlivá léta. Pro vyřešení tohoto problému se většinou používá dvoufázová metoda, která vychází z jednoduché představy, že budoucí období lze rozdělit na dvě fáze. První fáze obsahuje období, pro které je oceňovatel schopen vypracovat prognózu volného peněžního toku pro jednotlivá léta. Druhá fáze zahrnuje období od konce první fáze do nekonečna. Hodnota podniku za období druhé fáze se označuje jako pokračující hodnota (angl. continuing value). (Mařík, 2007)

Dle dvoufázové metody se hodnota podniku vypočítá:

$$H_b = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1+i_k)^t} + \frac{PH}{(1+i_k)^T} \quad (2.13)$$

kde: T = délka první fáze v letech
 PH = pokračující hodnota

i_k = kalkulovaná úroková míra na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu

Zdroj: MAŘÍK, M., a kol. *Metody oceňování podniku*. 2.vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2007, s. 178

Pokračující hodnotu v čase vypočítáme takto:

$$PH_T = \frac{FCFF_{T+}}{i_k - g} \quad (2.14)$$

kde: T = poslední rok prognózovaného období
 i_k = průměrně náklady kapitálu = kalkulovaná úroková míra
 g = předpokládané tempo růstu volného peněžního toku během celé druhé fáze, tj. do nekonečna
 $FCFF$ = volný peněžní tok do firmy

Podmínkou platnosti tohoto vzorce je, aby bylo $i_k > g$.

Zdroj: MAŘÍK, M., a kol. *Metody oceňování podniku*. 2.vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2007, s. 183

Výslednou hodnotu vlastního kapitálu oceňovaného podniku, zjistíme pomocí tohoto výpočtu:

Tab. 2.3: Výsledná hodnota vlastního kapitálu

Hodnota brutto („provozní“)
- Hodnota úročeného cizího kapitálu (ke dni ocenění)
= Hodnota vlastního kapitálu („provozní“)
+ Hodnota aktiv, která nejsou provozně nutná (ke dni ocenění)
Výsledná hodnota vlastního kapitálu podniku

Zdroj: MAŘÍK, M., a kol. *Metody oceňování podniku*. 2.vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2007, s. 201

- **Diskontní míra pro metodu DCF entity**

Zde se budeme zabývat průměrnými váženými náklady (WACC = weighted average capital costs). Náklady kapitálu odpovídají příjmům, které investoři očekávají ze svých

investic do podniku a tou odpovídajícím riziku. Nejde tu prioritně o skutečné příjmy, ale o náklady ušlé příležitosti. (Mařík, 2007, str. 207)

Vzorec pro průměrné vážené náklady kapitálu je:

$$WACC = n_{CK}(1 - d) \frac{CK}{K} + n_{VK(Z)} \frac{VK}{K} \quad (2.15)$$

- kde: n_{CK} = očekávaná výnosnost do doby splatnosti u cizího kapitálu vloženého do podniku (= náklady na cizí kapitál)
- d = sazba daně z příjmu platná pro oceňovaný subjekt
- CK = tržní hodnota cizího kapitálu vloženého do podniku (pouze úročeného)
- $n_{VK(Z)}$ = očekávaná výnosnost vlastního kapitálu oceňovaného podniku (= náklady na vlastní kapitál) při dané úrovni zadlužení podniku
- VK = tržní hodnota vlastního kapitálu
- K = celková tržní hodnota investovaného kapitálu, $K = VK + CK$

Zdroj: MAŘÍK, M., a kol. *Metody oceňování podniku*. 2.vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2007, s. 207

Náklady celkového kapitálu nezadlužené firmy $WACC_u$ jsou stanoveny pomocí stavebnicové metody takto:

$$WACC_u = R_F + R_{podnikatelské} + R_{finstab} + R_{LA} \quad (2.16)$$

- kde: R_F = bezriziková úroková míra
- $R_{podnikatelské}$ = riziková přírážka za obchodní podnikatelské riziko
- $R_{finstab}$ = riziková přírážka za riziko vyplývající z finanční stability
- R_{LA} = riziková přírážka za velikost podniku

Zdroj: DLUHOŠOVÁ, D. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 1. vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2006. s. 112

Riziková přírážka za velikost podniku (R_{LA})

Jsou-li úplatné zdroje (obligace a bankovní úvěry) větší než 3 mld. Kč, tak R_{LA} je rovna 0%. Pokud jsou úplatné zdroje menší než 100 mil. Kč, pak R_{LA} se rovná 5 %.

Riziková přírážka charakterizující produkční sílu ($R_{podnikatelské}$)

Pokud je $EBIT/A$ větší než X_1 , pak je $R_{podnikatelské}$ rovno 0 %. Pokud je $EBIT/A$ menší než X_1 , tak se $R_{podnikatelské}$ rovná 10 %.

$$X_1 = \frac{(VK + 3\dot{U} + 2BL)}{A} * \frac{\dot{U}}{B\dot{U} + 2BL} \quad (2.17)$$

kde: VK = vlastní kapitál
B \dot{U} = bankovní úvěry
OBL = obligace
A = aktiva
 \dot{U} = úroky
EBIT = zisk před odečtením úroků a daní

Zdroj: DLUHOŠOVÁ, D. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 1. vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2006. s. 113

Riziková přírážka finanční stability na bázi likvidity ($R_{finstab}$)

Zde se vychází z ukazatele celkové likvidity, kdy oběžná aktiva dělíme krátkodobými závazky, a je stanovena mezní hodnota likvidity XL. Pokud je průměr průmyslu nižší než 1,25, pak horní hranice $XL = 1,25$, pokud je průměr průmyslu větší než 1,25, pak $XL = \text{průměr průmyslu}$. Je-li celková likvidita podniku větší než XL, pak se $R_{finstab}$ rovná 0 %. Pokud je celková likvidita menší než 1, tak $R_{finstab}$ je rovno 10 %. (Dluhošová, 2006)

2.6.1.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Metoda kapitalizovaných čistých výnosů je používána hlavně v německy mluvících zemích. Je to metoda „netto“, tj. výnosovou hodnotu počítáme z výnosů pouze pro vlastníky (držitele) vlastního kapitálu a výsledkem je také přímo hodnota vlastního kapitálu. Rozlišujeme dvě základní varianty. První varianta vychází z toho, že čistý výnos podniku má být určován na základě rozdílů mezi příjmy a výdaji, tedy peněžních toků. Druhá varianta spočívá v tom, že čistý výnos je odvozován především z upravených výsledků hospodaření, tedy z rozdílů účetně chápaných výnosů a nákladů.

Postup při metodě kapitalizovaných čistých výnosů:

- 1) Analýza a úprava dosavadních výnosů podniku
- 2) Prognóza budoucích čistých výnosů a propočet finanční potřeby a korekce čistých výnosů
- 3) Odhad kalkulované úrokové míry
- 4) Vlastní propočet výnosové hodnoty analytickou nebo paušální metodou (Mařík, 2007)

Propočet výnosové hodnoty analytickou metodou

Analytická metoda je postup, kdy je výnosové ocenění postaveno na prognóze budoucích výsledků hospodaření upravených o vliv financování. viz Mařík (2007)

Metoda je velmi podobná metodě DCF, zde ale očekávaný výnos nekalkulujeme z peněžních toků, nýbrž z budoucích výsledků hospodaření.

Propočet výnosové hodnoty paušální metodou

Tato metoda se používá, když je obtížná jakákoli prognóza. Jedná se o podniky, které mají určitou minulost, ale jejichž budoucnost se předvídá jen velmi obtížně. Příkladem mohou být menší podniky, které pracují na zakázku. Mohou růst, nebo také v dohledných letech ukončit činnost. (Mařík, 2007)

Vzorec pro výpočet:

$$H_n = \frac{TCV}{i_k} \quad (2.19)$$

kde: TCV = trvale odnímatelný čistý výnos

i_k = kalkulovaná úroková míra

Zdroj: MAŘÍK, M., a kol. *Metody oceňování podniku*. 2.vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2007, s. 273

2.6.1.3 Metoda ekonomické přidané hodnoty

Ekonomická přidaná hodnota (EVA – economic value added) je veličina, kterou lze využít jako nástroj finanční analýzy, řízení podniku a oceňování podniku. Zavedení ekonomické přidané hodnoty bylo vyvoláno potřebou najít ukazatel, který by vykazoval co nejužší vazbu na hodnotu akcií, umožňoval by využít co nejvíc informací poskytovaných účetnictvím, překonával dosavadní námitky proti účetním ukazatelům a umožňoval hodnocení výkonnosti a zároveň ocenění podniku. (Mařík, Maříková, 2005)

Principem ekonomické přidané hodnoty je, že měří ekonomický zisk. Podnik dosahuje ekonomického zisku, pokud jsou uhrazeny jak běžné náklady, tak i náklady kapitálu. (Mařík, 2007)

Základní výpočet ukazatele EVA:

$$EVA = NOPAT - Capital * VACC \quad (2.20)$$

kde: NOPAT = net operating after taxes, zisk z operační činnosti podniku (zisk z provozních operací) po dani

Capital = kapitál vázaný v aktivech, který slouží k operační činnosti podniku, tj. aktivech potřebných k hlavnímu provozu podniku.
V konceptu ekonomické přidané hodnoty bývá tento výraz

nahrazen termínem NOA (net operating assets – čistá operační aktiva).

WACC = průměrné vážené náklady kapitálu

Zdroj: MAŘÍK, M., a kol. *Metody oceňování podniku*. 2.vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2007, s. 284

Pro výpočet hodnoty vlastního kapitálu podniku použijeme dvoufázovou metodu:

$$H_n = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \left(\frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} \right) + \frac{EVA_{T+1}}{WACC * (1+WACC)^T} - D_0 + A_0 \quad (2.21)$$

$$H_n = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \left(\frac{NOPAT_t - WACC * NOA_{t-1}}{(1+WACC)^t} \right) + \frac{NOPAT_{T+1} - WACC * NOA_T}{WACC * (1+WACC)^T} - D_0 + A_0 \quad (2.22)$$

kde:

- H_n = hodnota vlastního kapitálu podniku (hodnota netto)
- EVA_t = EVA v roce t
- NOA_0 = čistá operační aktiva k datu ocenění
- NOA_{t-1} = čistá operační aktiva k datu ocenění
- $NOPAT_t$ = operační výsledek hospodaření po dani v roce t
- T = počet let explicitně plánovaných EVA
- $WACC$ = průměrné vážené náklady kapitálu
- D_0 = hodnota úročených dluhů k datu ocenění
- A_0 = ostatní, tj. neoperační aktiva k datu ocenění

Zdroj: MAŘÍK, M.; MAŘÍKOVÁ, P. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2005. s. 69

2.6.2 Tržní metody

Využití této metody je vázáno na rozvinutý kapitálový trh, časté a průhledné transakce a dostatek spolehlivých dat. Malá srovnatelnost mezi podniky vede k tomu, že objektivně podložená data musíme často subjektivně upravovat. (Mařík, 2007)

Při oceňování českých podniků je dle Maříka (2007) vhodnější použít metody výnosové.

2.6.3 Majetkové metody

Princip majetkového ocenění je celkem jednoduchý a srozumitelný. Majetková hodnota podniku je definována jako souhrn individuálně oceněných položek majetku. Od tohoto výsledku se následně odečte suma individuálně oceněných závazků.

Majetkové ocenění lze dělit v závislosti na tom, dle jakých zásad a předpokladů budeme oceňovat jednotlivé složky majetku. Prvním kritériem je, zda předpokládáme další pokračování podniku. Pokud očekáváme trvalou existenci podniku, ocenění probíhá na základě reprodukčních cen. Nepředpokládáme-li dlouhodobější existenci podniku, použijeme likvidační hodnotu. (Mařík, 2007)

Likvidační hodnota

Metoda je zjišťována za předpokladu, že majetek podniku bude rozdělen, rozprodán či zlikvidován. Pokud je výsledná likvidační hodnota vyšší než výnosová hodnota, vlastníci by měli zvážit, zda není lepší podnik restrukturalizovat a pokračovat v podnikatelské činnosti, nebo rovnou ukončit existenci podniku. (Wöhe, Kisingerová, 2007)

Vlastní likvidační hodnota podniku je závislá na těchto veličinách:

Tab. 2.4: Veličiny, z kterých se odvíjí vlastní likvidační hodnota

+	Příjmy z prodeje majetku (Pokud se očekává, že odprodej potrvá určitou dobu, či se předpokládá postupný rozprodej majetku, je třeba počítat současnou hodnotu příjmů z prodeje majetku)
-	Výdaje: 1) na vyrovnání dluhů, 2) na úhradu nákladů na likvidaci, 3) na úhradu případných daní z příjmů z odprodeje majetku a daní z převodu nemovitostí
+	Pokud podnik pokračuje nějakou dobu v činnosti, je třeba kalkulovat ještě běžné podnikové příjmy a výdaje, případně i přechodně nezbytné výdaje investiční.
-	

Zdroj: MAŘÍK, M., a kol. *Metody oceňování podniku*. 2.vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2007, s. 322

Majetkové ocenění za předpokladu pokračování podniku

Majetková hodnota za předpokladu pokračování podniku může být pojímána v závislosti na přístupu k vlastnímu ocenění jednotlivých položek: (Mařík, 2007)

- 1) Ocenění na bázi historických cen.
- 2) Ocenění na bázi reprodukčních cen.
- 3) Ocenění na bázi uspořené nákladů.
- 4) Ocenění na bázi tržních hodnot.

ad 1) Účetní hodnota na principu historických cen

V této metodě se vychází hlavně z toho, za kolik byl majetek skutečně pořízen, tedy z principu historických cen. Z dlouhodobého hlediska dochází k odchylce od ekonomické reality. Výhodou je velká průkaznost získaného ocenění. Účetní ocenění slouží jako výchozí informace pro oceňovatele, součást některých násobitelů v rámci metody tržního porovnávání a jako základna pro posuzování výsledného oceňování. (Mařík, 2007)

ad 2) Substanční hodnota na principu reprodukčních cen

Tato metoda se snaží odpovědět na otázku, kolik by stálo znovuvybudování podniku, který je předmětem našeho zájmu. Substanční hodnotu rozlišujeme brutto a netto. Hodnotu brutto získáme, když zjistíme aktuální reprodukční ceny stejného či podobného majetku a ty snížíme o případné opotřebení. Je to tedy hodnota znovupořízení aktiv. Když od této hodnoty odečteme dluhy, tak získáme substanční hodnotu netto, tzn. hodnotu vlastního kapitálu.

Když bychom vyčíslili veškeré náklady na znovuvybudování podniku přesně v tom stavu, ve kterém je k datu ocenění, hovoříme o tzv. úplné substanční hodnotě podniku. V praxi lze ale zjistit jen výjimečně. Pokud do výpočtu zahrneme pouze samostatně vymezitelný a manipulovatelný majetek (hmotný i nehmotný), jde o neúplnou substanční hodnotu. Tento případ se v praxi používá častěji. (Mařík, 2007)

ad 3) Substanční hodnota na principu úspory nákladů

„Substanční hodnota uspořené náklady je kvantitativním vyjádřením substitučního efektu existující majetkové podstaty. Hlavní význam zde má představa investora o budoucím podnikání, která je základem pro odhad investičních výdajů nutných pro vybudování nového podniku s adekvátními kapacitami.“ (Mařík, 2007, str. 328)

U této metody nedochází k žádnému izolovanému ocenění jednotlivých položek, jak tomu je u substanční metody založené na reprodukčních nákladech. Pracujeme jen s peněžními toky spojenými s jednotlivými majetkovými položkami.

Metoda je založena na principu vazby k budoucnosti, ocenění podniku jako celku a subjektivním přístupem. (Mařík, 2007)

ad 4) Majetkové ocenění na principu tržních cen

Metoda je založena na ocenění každé majetkové položky podniku jejími tržními hodnotami. Hodnota vlastního kapitálu by pak byla stanovena jako součet tržních hodnot majetkových položek snížený o závazky.

Tento přístup je vhodný u investičních společností a podniků holdingového typu. Hlavní činností těchto podniků není výroba, obchod či poskytování služeb, ale držba aktiv, hlavně finančních nebo realitních. (Mařík, 2007)

2.7 Charakteristika společnosti Iveco Czech Republic, a.s.

V této části diplomové práce je představena společnost Iveco Czech Republic, a.s., jsou zde uvedeny základní informace o společnosti a historie.

2.7.1 Základní údaje o společnosti

Díky své informační otevřenosti a výkonnosti patří Iveco Czech Republic, a. s. mezi nejúspěšnější firmy v České republice. Zabývá se výrobou autobusů, a to od městských přes linkové až po turistické.

V Evropě je to velmi uznávaná společnost. Autobusy vyrobené ve výrobním závodě Iveco Czech Republic a. s. ve Vysokém Mýtě se prodávají ve Francii, Německu, Itálii, Finsku, Švýcarsku, v zemích Beneluxu a v dalších nejen evropských státech, jako například v Egyptě či Bejrútu.

Ve společnosti patří Iveco Czech Republic, a. s. pracuje téměř 2 400 zaměstnanců a jejich průměrný plat přesahuje celostátní průměr České republiky.



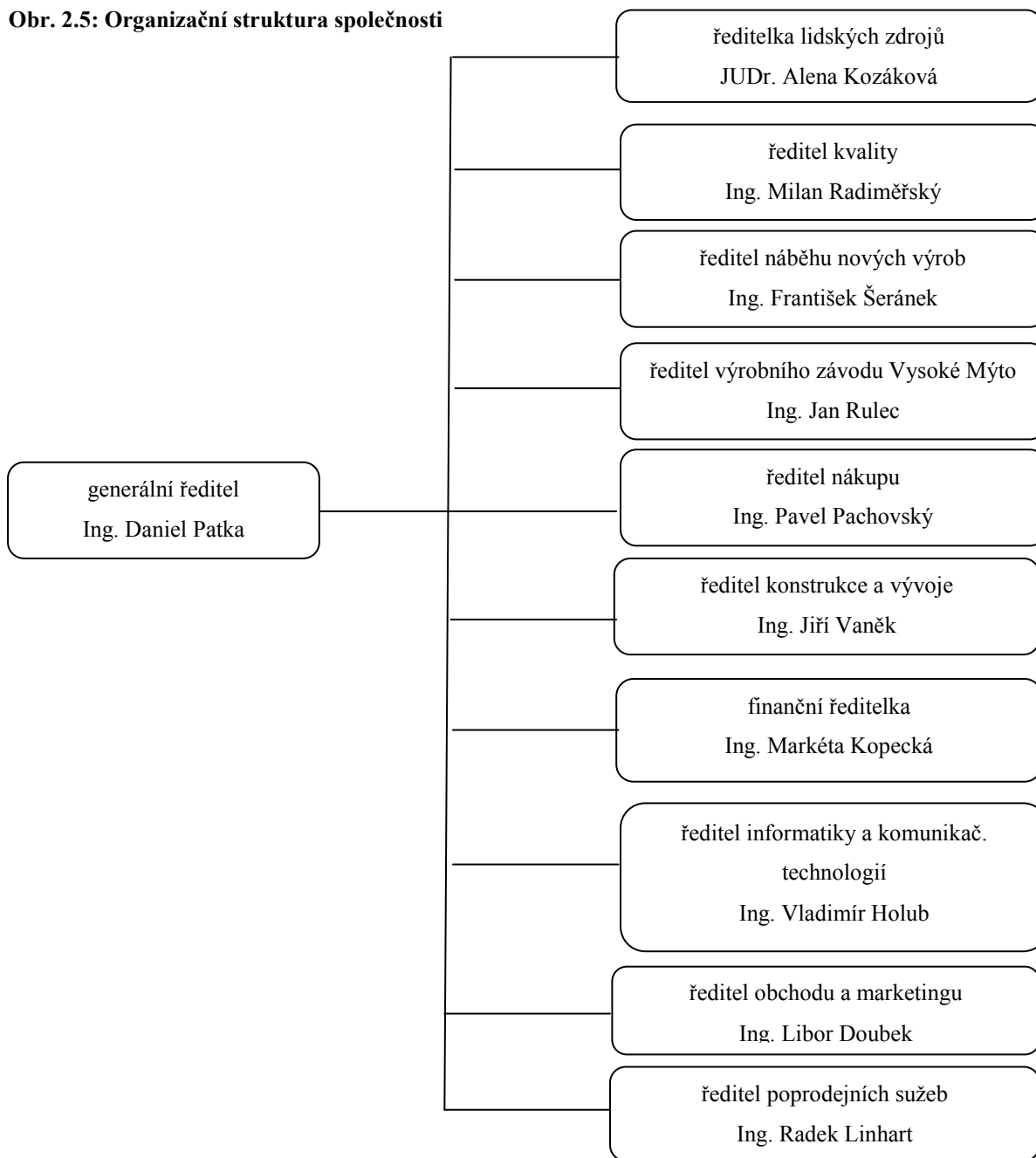
Obr.2.4: Logo společnosti

Zdroj: Irisbus Iveco, a.s.. [online]. 2009 [cit. 2009-10-12]. Dostupný z WWW: <<http://www.irisbus.com>>.

Název společnosti:	Iveco Czech Republic, a. s
Vznik společnosti:	1895 (pod názvem: „První východočeská výroba kočárů Josefa Sodomky“)
Sídlo společnosti:	Dobrovského 74/II, Vysoké Mýto 566 03
Právní forma:	Akciová společnost
Základní kapitál:	1 065 559 (2009)
Identifikační číslo:	481 71 131
Obor podnikání:	výroba autobusů

Organizační struktura společnosti:

Obr. 2.5: Organizační struktura společnosti



Zdroj: Výroční zpráva společnosti Iveco Czech Republic, a.s. za rok 2009

2.7.2 Historie společnosti

Historie výroby silničních vozidel se ve Vysokém Mýtě začala psát v roce 1985, kdy byla založena firma „První východočeská výroba kočárů Josefa Sodomky“.

V roce 1947 byl postaven prototyp luxusního autokaru na podvozku ŠKODA 706 RO, a tím byla zahájena výroba linkových a městských autobusů ŠKODA 706 RO.

V roce 1948 došlo ke znárodnění firmy a název se změnil na „KAROSA, továrna na karoserie a vozy, národní podnik se sídlem ve Vysokém Mýtě“. Rok poté se název změnil na „KAROSA národní podnik Vysoké Mýto“.

V padesátých letech došlo k inovování konstrukce autobusu ŠKODA 706 RTO a to byl začátek průmyslového know-how Karosy.

V osmdesátých letech byla zavedena výroba autobusů nové řady 730 s dalším konstrukčním a technologickým zdokonalením. Tato nová řada výrobků byla zkonstruována proto, aby uspokojila potřeby přepravy cestujících.

Změna politického systému v Československu v roce 1989 byla pro podnik velmi zásadní. Během dvou let klesla produkce autobusů o dvě třetiny. Nově vznikající organizace cestovního ruchu a veřejné dopravy požadovaly zásadně inovované výrobky a nové konstrukční řešení. Museli se splňovat EURO předpisy, začalo se montovat antiblokovací zařízení ABS-ASR atd.

V roce 1991 byla zřízena zakázková dílna, která prováděla úpravy na přání zákazníka. Na speciální objednávky vznikly autobusy pro tělesně postižené se zvedací plošinou, stěhovací autobusy pro Melodii Hradec Králové, pro výuku řidičů v autoškolách, pro poštu i pro přepravu vězňů.

Dne 1. 7. 1993 vznikla KAROSA, akciová společnost zabývající se výrobou autobusů. Ze zbylých závodů bývalého státního podniku Karosa se stali samostatné privatizované podniky. Jednání Karosy s francouzskou firmou Renault V.I. vyústilo 2. 11. 1993 k vytvoření společného podniku. Významnými akcionáři se stali Renault, a také Evropská banka pro obnovu a rozvoj Londýn. Tato spolupráce vedla k organizačním změnám, podnik se stal více konkurenceschopným a také modernějším.

V roce 1996 došlo ke zvyšování prodeje, k proniknutí na nové trhy, a ke změně partnerství s RENAULT V.I. Výsledkem společné obchodní politiky je dodávka 200 městských autobusů pro hlavní město Libanonu Bejrút při vytváření systému městské dopravy. Dalším velkým úspěchem pro podnik byly zakázky do Egypta nebo Sarajeva.

V prosinci 1996 RENAULT V. I. odkoupil 17 % akcií od Evropské banky pro obnovu a rozvoj a tím získal 51 % akcií společnosti KAROSA. V průběhu roku 1998 koupil od investičních fondů a drobných akcionářů dalších 21 % akcií.

V rámci programu stálé inovace a zlepšování vlastních výrobků přichází a.s. KAROSA na trh s vylepšenou řadou autobusů řady 900 E. Změny provedené na tomto typu autobusu směřují k základním cílům jako je bezpečnost cestujících, vyšší komfort a pohodlí a menší zátěž pro životní prostředí. KAROSA je na trh začala dodávat od ledna 1999 a zaznamenala zvýšený zájem zákazníků.

Dne 2. února 1999 vzniká společný podnik francouzského Renaultu a italského Iveca s názvem IRISBUS Holding S.L. vlastníci 94 % akcií Karosy, koordinující nákupy strategických komponentů průmyslovou politiku a vývoj. Společnosti IVECO a RENAULT V.I. vytvořily sjednocením svých aktivit v oblasti výroby autokarů a autobusů podnik mezinárodního rozměru - druhého největšího výrobce v Evropě a přední společnost ve světovém měřítku. V této společnosti vlastní 50 % Renault V.I a 50 % Iveco.

V květnu 1999 na Slovensku založila KAROSA dceřinou společnost KAROSA s.r.o. se sídlem v Bratislavě.

Dne 17. října 2001 předal Renault část společnosti Ivecu. Toto předání proběhlo ve dvou fázích, první představovala 15 % kapitálu a vešla v platnost po podepsání dohody, druhá představovala 35 % kapitálu a nabyla platnosti 31. prosince 2002.

Podle dohody si Irisbus uchová po dobu čtyř let právo využívat značku Renault na výrobu a prodej svých vyrobených autokarů a autobusů. Toto právo dává společnosti Irisbus možnost postupně zavádět logo Irisbus na svých výrobcích i se zajištěním převodu

renomé značky Renault na značku Irisbus, která se stane ústřední značkou koncernu. Značka Iveco se bude obdobně vyvíjet ke značce Irisbus.

Zdroj: Iveco Czech Republik, a.s.. [online]. 2009 [cit. 2009-10-12]. Dostupný z WWW: <<http://www.irisbus.com>>.

3 Aplikace vybraných metod na společnosti Iveco Czech Republik, a.s.

3.1 Strategická analýza

Pomocí strategické analýzy můžeme definovat silné a slabé stránky podniku a také jeho příležitosti a hrozby. Bude tedy provedena analýza mikroprostředí a makroprostředí.

Analýza makroprostředí

Každý podnik je ovlivňován svým makroekonomickým prostředím. Je tedy velmi důležité sledovat vývoj jednotlivých makroekonomických ukazatelů, mezi které patří např. hrubý domácí produkt, úrokové sazby, míra inflace, měnový kurz a míra nezaměstnanosti.

Hrubý domácí produkt (HDP)

Hrubý domácí produkt je jedním z nejpoužívanějších makroekonomických ukazatelů ekonomického vývoje. Jedná se o celkovou peněžní hodnotu statků a služeb za dané období vyprodukované na území České republiky.

Tab. 3.1 Vývoj HDP v ČR

Ukazatel	2005	2006	2007	2008	2009	2010
HDP v běžných cenách (mld. Kč)	2 982,2	3 222,4	3 535,5	3 689,0	3 625,9	3 667,6
Meziroční přírůstek HDP (%)	6	8	9,7	4,3	-2	1,2

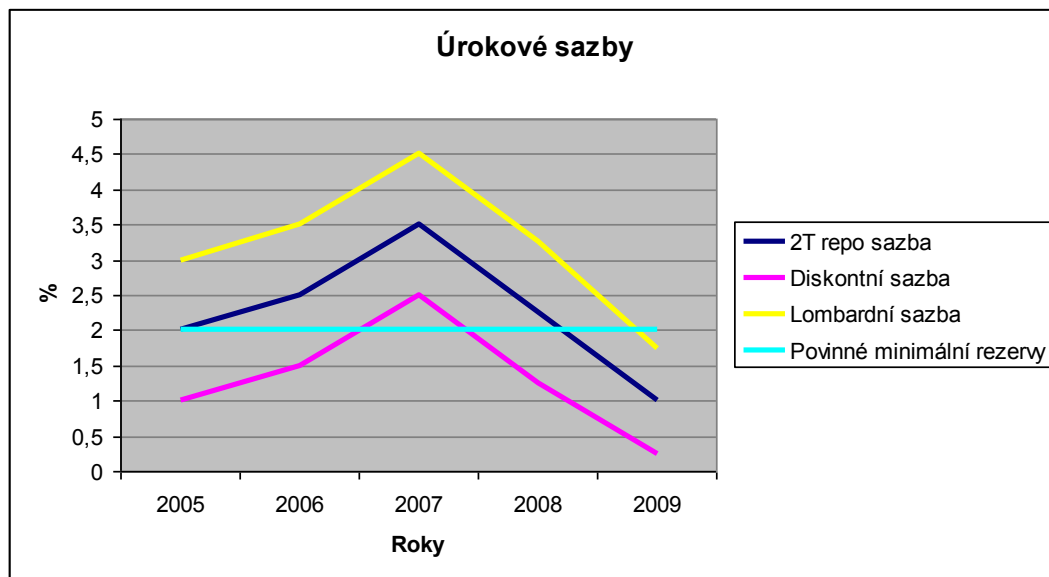
Zdroj: <http://www.czso.cz>

Z tabulky 3.1 můžeme vyčíst, že od roku 2005, kdy hodnota HDP byla 2 982,2 mld. Kč, do roku 2008 hodnota hrubého domácího produktu rostla (v roce 2008 je hodnota HDP 3 689 mld. Kč). V roce 2009 ovšem hodnota tohoto ukazatele klesla o 2%, a to na částku 3 625,9 mld. Kč. Růst HDP v letech 2005 až 2007 byl způsoben příznivým vývojem ekonomiky, a to hlavně pozitivním vývojem zahraničního obchodu. V roce 2008 už se růst ukazatele zpomalil a v roce 2009 dosáhl záporných hodnot. Tento pokles zapříčinila celosvětová hospodářská krize. V roce 2010 už HDP opět roste a to především díky obnovování zahraničního obchodu. Zejména ve výrobě dopravních prostředků, strojírenství a elektrotechnickém průmyslu. Naopak pokles zakázek pocítilo stavebnictví a také zemědělství.

Úrokové sazby

Úrokové sazby velmi ovlivňují ekonomiku každé země. Obchodní banky si za úrokové sazby půjčují peněžní prostředky od ČNB. Jak je vidět v grafu č. 3.1, úrokové sazby od roku 2005 do roku 2007 rostou, to pro podnik znamená, že klesá hodnota akcií. Naopak od roku 2007 úrokové sazby klesají, takže hodnota akcií v tomto období roste.

Graf 3.1: Vývoj úrokových sazeb ČNB



Zdroj: <http://www.finance.cz/bankovnictvi/sazby-cnb/>

Měnový kurz

Měnový kurz ovlivňuje hlavně zahraniční obchod. Jak je vidět v tabulce č. 3.2 kurz koruny vůči euru, v období 2005 – 2009, posiluje. S posílením koruny souvisí zdražení domácího zboží na zahraničních trzích a zlevnění zahraničního zboží na trhu domácím.

Tab. 3.2: Vývoj měnového kurzu v letech 2005 - 2009

	2005	2006	2007	2008	2009
CZK/EUR	29,8	28,3	27,8	24,9	26,4

Zdroj: [http:// www.czso.cz](http://www.czso.cz)

Míra inflace

Inflace znamená růst cenové hladiny v čase, neboli snížení kupní síly peněz. Z tabulky č. 3.3 můžeme vyčíst, že nejvyšší inflace bylo dosaženo v roce 2008, kdy se její hodnota vyšplhala na 6,8 %. Takto vysoký nárůst (o 3,5 % oproti roku 2007) je způsoben zvýšením DPH z 5 % na 9 % a zvýšením cen komodit na světových trzích. Naopak nejnižší hodnoty bylo dosaženo v roce 2009, kdy míra inflace činila 1 %. Tento pokles způsobily např. nižší ceny potravin, automobilů atd.

Tab. 3.3: Vývoj inflace v letech 2005 - 2009

	2005	2006	2007	2008	2009
Míra inflace (%)	1,9	2,5	2,8	6,3	1

Zdroj: [http:// www.czso.cz](http://www.czso.cz)

Míra nezaměstnanosti

V ekonomii je za nezaměstnaného považována osoba, která je schopná a ochotná pracovat, ale nemůže najít zaměstnání. Míra inflace je podíl nezaměstnaných ku všem osobám schopným pracovat. V tabulce č. 3.4 můžeme vidět, že nezaměstnanost v České republice od roku 2005 do roku 2008, měla sestupný trend. V roce 2009 však díky celosvětové hospodářské krizi, hodnota ukazatele vzrostla ze 4,4 % na 6,7 %.

Tab. 3.4: Vývoj míry nezaměstnanosti v letech 2005 - 2009

	2005	2006	2007	2008	2009
Míra nezaměstnanosti (%)	7,9	7,1	5,3	4,4	6,7

Zdroj: [http:// www.czso.cz](http://www.czso.cz)

Analýza mikroprostředí

Při analýze mikroprostředí je důležité zařadit podnik do odvětví, ve kterém působí. Do roku 2008 se používala klasifikace OKEČ (Odvětiová klasifikace ekonomických činností), ovšem od 1. ledna 2008 byla nahrazena klasifikací CZ-NACE, která je lépe srovnatelná s jinými mezinárodními klasifikacemi.

Společnost Iveco Czech Republic, a.s. se zabývá výrobou autobusů. To znamená, že dle klasifikace CZ-NACE patří do sekce C – Zpracovatelský průmysl, oddílu 29 – Výroba motorových vozidel (kromě motocyklů), přívěsů a návěsů.

Jedna z nejdůležitějších charakteristik odvětví je citlivost daného odvětví na hospodářský cyklus. Společnost Iveco Czech Republic a.s. spadá do cyklického období, to znamená, že kopíruje hospodářský cyklus.

Další charakteristikou odvětví je způsob vládní regulace. Společnost Iveco Czech Republic, a.s. ovšem není ze strany státu regulována.

Poslední charakteristikou je struktura odvětví, na kterou působí tyto konkurenční faktory: vstup nových konkurentů, hrozba nových konkurentů či služeb, dohadovací schopnost kupujících a soupeření mezi existujícími konkurenty.

Vývoj automobilového průmyslu v ČR v roce 2009 a prognóza vývoje na rok 2010

Automobilový průmysl byl poznamenán celosvětovou hospodářskou krizí. Výrobci autobusů a nákladních vozidel byli poklesem poptávky poznamenáni nejvíce. Docházelo k omezování výroby a pracovní doby u zaměstnanců.

V České republice se pro rok 2010 odhaduje překročení hranice 1 mil. ks vyrobených motorových vozidel. Také výrobci autodílů avizují meziroční navýšení tržeb.³

3.2 Finanční analýza

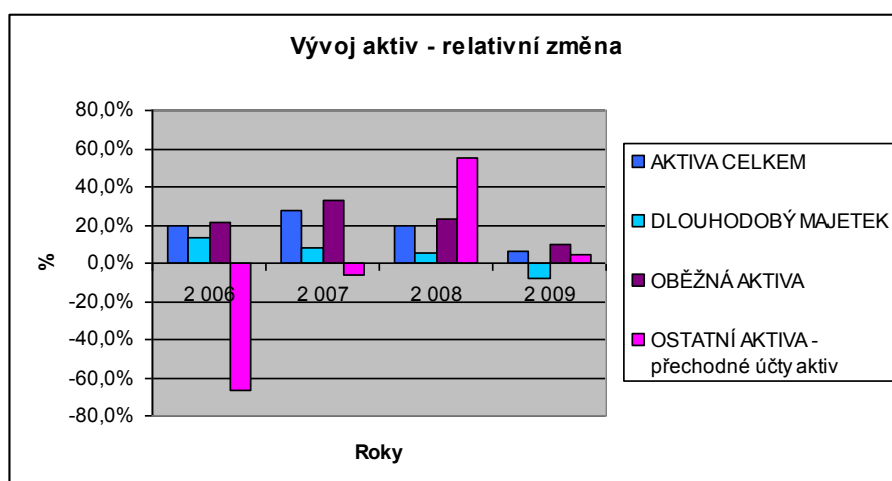
Vstupní data pro finanční analýzu jsou získána z finančních výkazů společnosti Iveco Czech Republic, a.s. Údaje jsou čerpány z rozvahy, výkazu zisku a ztráty a z cash-flow, za období 2005 až 2009.

3.2.1 Horizontální analýza

Horizontální analýza rozvahy

Meziroční změny v horizontální analýze uvádíme jak v absolutním, tak i v relativním rozměru. Celková aktiva mají rostoucí trend, avšak od roku 2007, kdy jejich hodnota stoupla nejvíce (o 27,9 %), rostou výrazně pomaleji. V roce 2009 vzrostli pouze o 6,5 %, což je způsobeno hlavně hospodářskou krizí, která se společnosti Iveco Czech Republic a.s. nevyhnula. Horizontální analýza společnosti je v příloze č. 4.

Graf 3.2: Vývoj aktiv – relativní změna



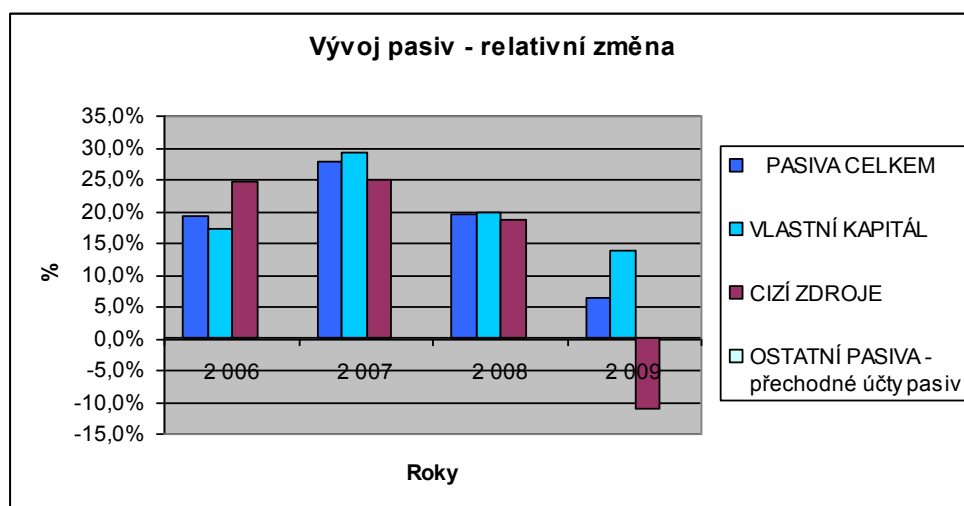
Zdroj: Vlastní zpracování

³ Panorama zpracovatelského průmyslu ČR 2009. [online] 7. 2. 2011 [cit. 2011-03-14].

Dostupný z WWW: <<http://www.mpo.cz dokument84178.html>>.

Stejně jako aktiva, tak i pasiva mají rostoucí trend. V roce 2007 vzrostla pasiva o 27,2 %, což je nejvyšší nárůst za sledované období. Tato hodnota byla ovlivněna hlavně výsledkem hospodaření běžného účetního období (nárůst o 97,5 %) a dlouhodobými závazky, které vzrostly o 149,5 %. Naopak nejnižší nárůst celkových aktiv v roce 2009 (o 6,5 %) byl způsoben poklesem výsledku hospodaření běžného účetního období o 16,2 % a také poklesem rezerv o téměř 26 %.

Graf 3.3: Vývoj pasiv – relativní změna



Zdroj: Vlastní zpracování

Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty

Výkaz zisku a ztráty nám podává informace o hospodaření podniku. Tabulky nezkrácené analýzy výkazu zisku a ztráty v absolutních i relativních hodnotách jsou v přílohách č. 6 a 7.

Důležitou položkou výkazu zisku a ztráty je přidaná hodnota, která nám říká, kolik byl podnik schopen vydělat. V letech 2006 a 2007 dosahovala hodnota této položky vysokých hodnot, nárůst byl přes 50 %. V roce 2008 už nestoupala tak závratným tempem a v posledním sledovaném roce dokonce klesla o 17,35 %.

Pro podnik je velmi důležitá hodnota provozního výsledku hospodaření. V roce 2006 a 2007 jeho hodnota vzrostla zhruba o 100 %, což je pro společnost velmi uspokojivé.

Na tomto vysokém růstu se velmi podílel nárůst tržeb, díky zvyšující se poptávce na trzích Itálie, České republiky a Francie. V letech 2008 a 2009 začala hodnota provozního výsledku hospodaření klesat. Tržba v roce 2008 vzrostla pouze o 2% a v roce 2009 tržby dokonce klesly o téměř 10 %.

Tab. 3.5: Horizontální analýza vybraných položek výkazu zisku a ztráty v relativních hodnotách

Zkrácená horizont. analýza výkazu zisku a ztráty				
Položka	2 006	2 007	2 008	2 009
PŘIDANÁ HODNOTA	55,18%	54,65%	9,58%	-17,35%
PROVOZNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ	93,97%	108,68%	-7,12%	-23,78%
FINANČNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ	-11,50%	80,99%	-76,94%	741,66%
VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ ZA BĚŽNOU ČINNOST	100,02%	97,80%	-11,64%	-16,34%
MIMOŘÁDNÝ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ	0,00%	0,00%	15,25%	-100,00%
Výsledek hospodaření za účetní období	100,02%	97,48%	-11,68%	-16,16%
Výsledek hospodaření před zdaněním	86,21%	107,44%	-9,28%	-17,71%

Zdroj: Vlastní zpracování

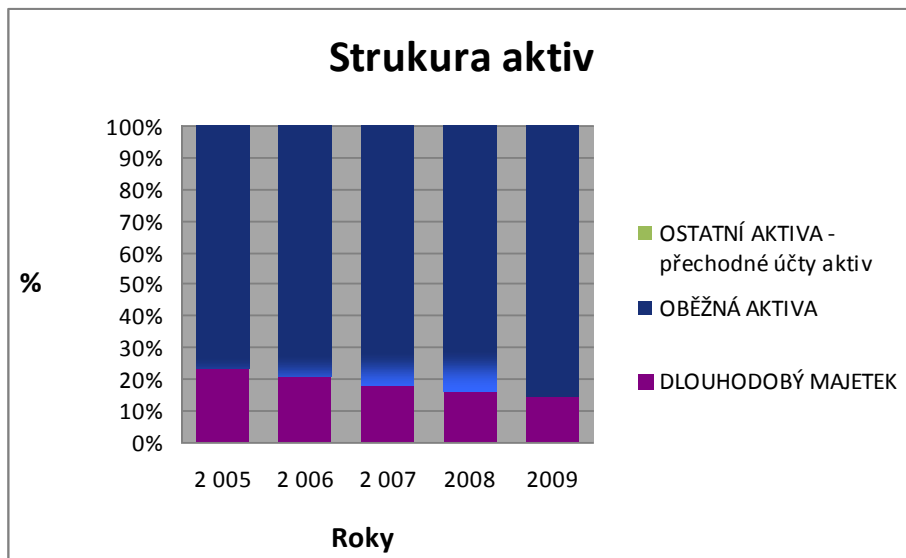
3.2.2 Vertikální analýza

Vertikální analýza rozvahy

Vertikální analýzou zjišťujeme strukturu aktiv a pasiv za jednotlivá období. Tabulky vertikální analýzy jsou v příloze č. 5.

Oběžná aktiva tvoří největší část aktiv, každoročně rostou a pohybují se kolem hodnoty 80%. Na této vysoké hodnotě oběžných aktiv se nejvíce podílí položka krátkodobých pohledávek, která se každým rokem zvyšuje, v roce 2005 dosahovala 57 % a v roce 2009 už má hodnotu 78 %.

Graf 3.5: Struktura aktiv – relativní hodnoty

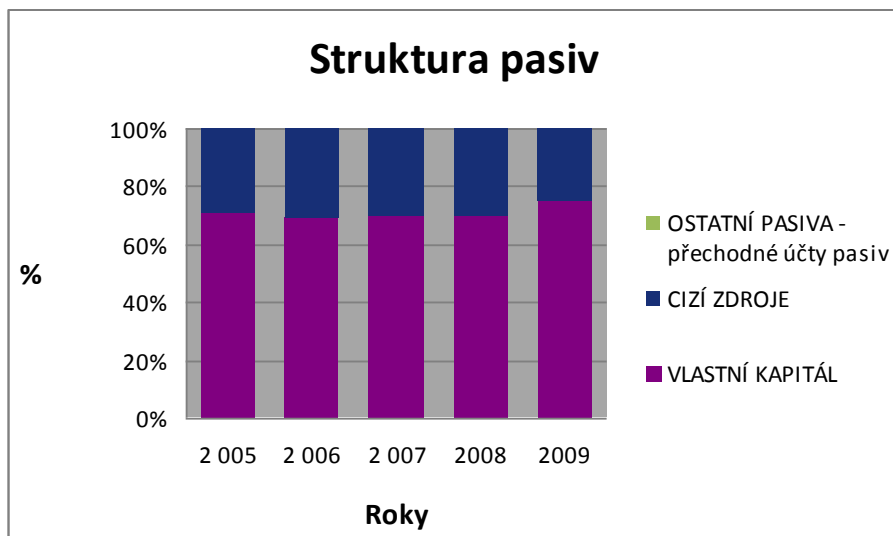


Zdroj: Vlastní zpracování

Největší položku pasiv tvoří vlastní kapitál, který má v každém sledovaném období hodnotu kolem 70 %. Nejvíce se na této položce podílí hospodářský výsledek minulých let, který se pohybuje kolem 40 – 50 %.

Cizí zdroje se na celkových pasivech podílejí každoročně zhruba 30 – ti %. Největší položkou cizích zdrojů jsou krátkodobé závazky, konkrétně závazky z obchodních vztahů.

Graf 3.6: Struktura pasiv – relativní hodnoty



Zdroj: Vlastní zpracování

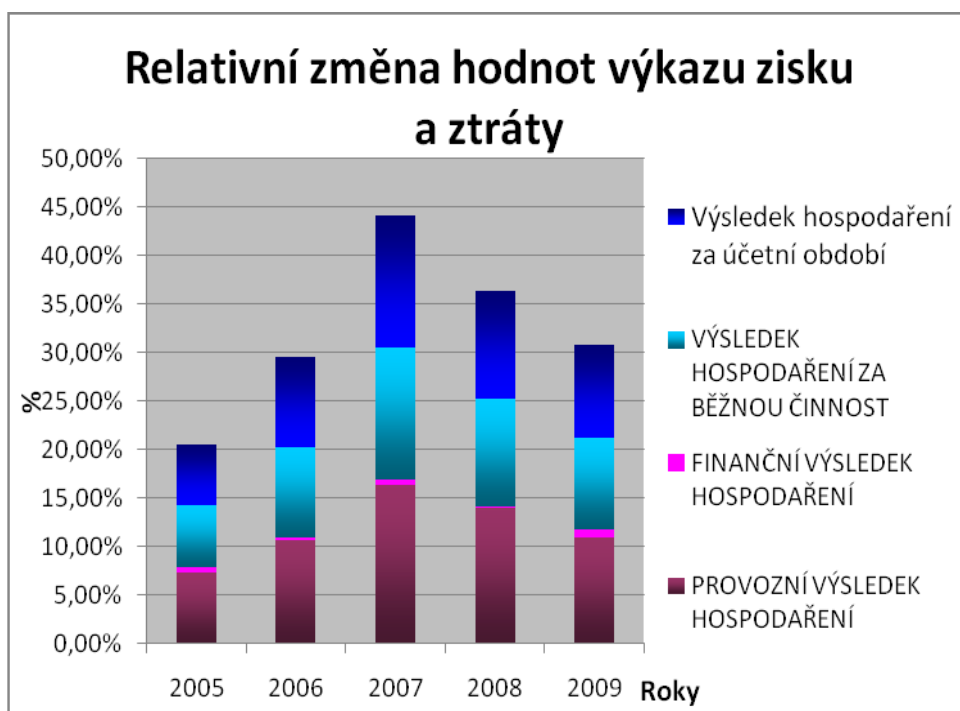
Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty

Kompletní vertikální analýza výkazu zisku a ztráty se nachází v příloze č. 8.

Jako vztažnou veličinu jsme u vertikální analýzy výkazu zisku a ztráty zvolili součet tržeb za prodej zboží a tržeb za prodej vlastních výrobků. Tyto dvě položky nám dohromady dají 100 %.

Výkonová spotřeba, a konkrétně spotřeba materiálu a energie zaujímá největší část nákladů. Výkonová spotřeba se v prvních dvou sledovaných obdobích pohybovala na hodnotě kolem 80 %, v dalších letech klesala a v roce 2009 činila 63 %. Přidaná hodnota je každý rok kladná a pohybuje se kolem hodnoty 20 % tržeb.

Graf 3.7: Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty – relativní hodnoty



Zdroj: Vlastní zpracování

3.2.3 Analýza poměrových ukazatelů

➤ Ukazatele rentability

Rentabilita je velmi důležitou charakteristikou podnikatelské činnosti. Vyjadřuje schopnost podniku vytvářet nové zdroje a dosahovat zisku s použitím investovaného kapitálu.

Tab. 3.6: Ukazatele rentability

Ukazatele rentability	2005	2006	2007	2008	2009
ROA - Rentabilita celk. aktiv	7,85%	12,25%	19,86%	15,06%	11,64%
ROE - Rentabilita vlast. kap.	8,75%	14,93%	22,81%	16,80%	12,37%
ROS - Rentabilita tržeb	6,26%	9,29%	13,59%	11,07%	9,45%

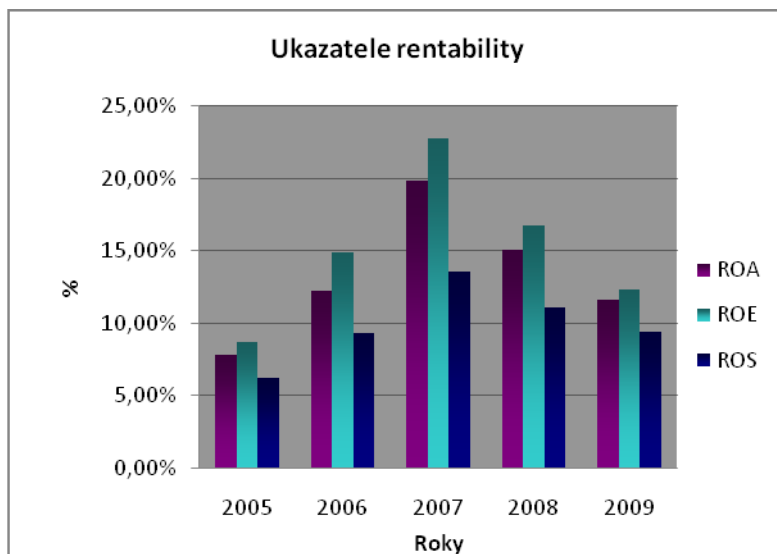
Zdroj: Vlastní zpracování

Rentabilita celkových aktiv je ukazatel, který nám říká, jak podnik dokázal zhodnotit svůj majetek. V roce 2007 měl ukazatel ROA svou nejvyšší hodnotu 19,86%, což znamená, že každá koruna aktiv přinesla firmě efekt 0,1986 Kč. V následujících letech hodnota ukazatele klesala, a v roce 2009 se dostala na hodnotu 11,64 %. Pokles tohoto ukazatele způsobilo hlavně snížení zisku, který v roce 2008 klesl o 9 % a v roce 2009 skoro o 18 %.

Rentabilita vlastního kapitálu vyjadřuje míru zhodnocení kapitálu, který do podniku vložili vlastníci. Do roku 2007 měl ukazatel rostoucí tendenci, kdy právě v tomto roce dosáhl hodnoty 22,81 %, v následujících dvou letech klesal a v roce 2009 nabýval hodnoty 12,37 %. Pokles byl způsoben, stejně jako u rentability celkových aktiv, menším ziskem.

Rentabilita tržeb nám říká, jaký provozní zisk dosahuje podnik z 1 Kč tržeb. Hodnota rentability tržeb měla stejný vývoj jako předchozí dva ukazatele. Do roku 2007 hodnota rostla a v posledních dvou sledovaných obdobích ukazatel klesal. Hodnota by se mohla navýšit např. změnou strategie financování nebo snížením daňového zatížení.

Graf 3.8: Ukazatele rentability



Zdroj: Vlastní zpracování

➤ Ukazatele likvidity

Ukazatele likvidity vyjadřují schopnost podniku hradit své splatné závazky.

Tab. 3.7: Ukazatele likvidity

Ukazatele likvidity	2005	2006	2007	2008	2009
Běžná likvidita	3,05	2,98	3,04	3,15	3,82
Pohotová likvidita	2,63	2,35	2,65	2,68	3,54
Okamžitá likvidita	0,36	0,13	0,07	0,04	0,07

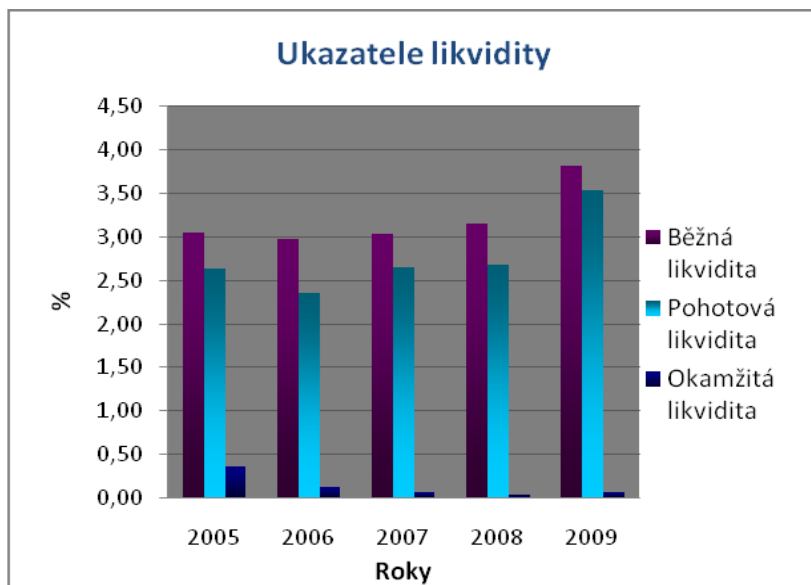
Zdroj: Vlastní zpracování

Běžná likvidita by se měla pohybovat v rozmezí 1,5 – 2,5, jsou to ale pouze doporučené hodnoty, u kterých se musí zohlednit např. odvětví podnikání. Společnost Iveco Czech Republic, a.s. tyto hodnoty překračuje ve všech obdobích, znamená to, že je schopna okamžitě krýt své dluhy v době splatnosti z oběžných aktiv.

Pohotová likvidita je očištěna o nejméně likvidní oběžná aktiva, tedy o zásoby, a proto je přesnější. Tento ukazatel by se dle doporučených hodnot měl pohybovat v intervalu 1 – 1,5. Ve všech sledovaných obdobích společnost přesáhla doporučené rozmezí, je tedy i bez zásob schopna krýt své závazky ostatními běžnými aktivy nejméně 2,35x.

Okamžitá likvidita měří schopnost uhradit krátkodobé závazky v daný okamžik. Doporučené hodnoty jsou v rozmezí 0,2 – 0,5. Od roku 2007 nabývá tento ukazatel nižších hodnot, a je to tím, že podniku klesl finanční majetek a rostly krátkodobé závazky.

Graf 3.9: Ukazatele likvidity



Zdroj: Vlastní zpracování

➤ Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity měří, s jakou efektivitou podnik využívá své zdroje.

Tab. 3.8: Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity	2005	2006	2007	2008	2009
Relativní vázanost aktiv	22,90%	19,18%	15,35%	14,92%	13,90%
Doba obratu zásob	38,67	54,43	32,09	42,82	23,50
Doba obratu pohledávek	209,27	189,25	212,08	236,36	285,72
Doba splatnosti krátk. závazků	92,20	85,06	82,35	89,82	82,43

Zdroj: Vlastní zpracování

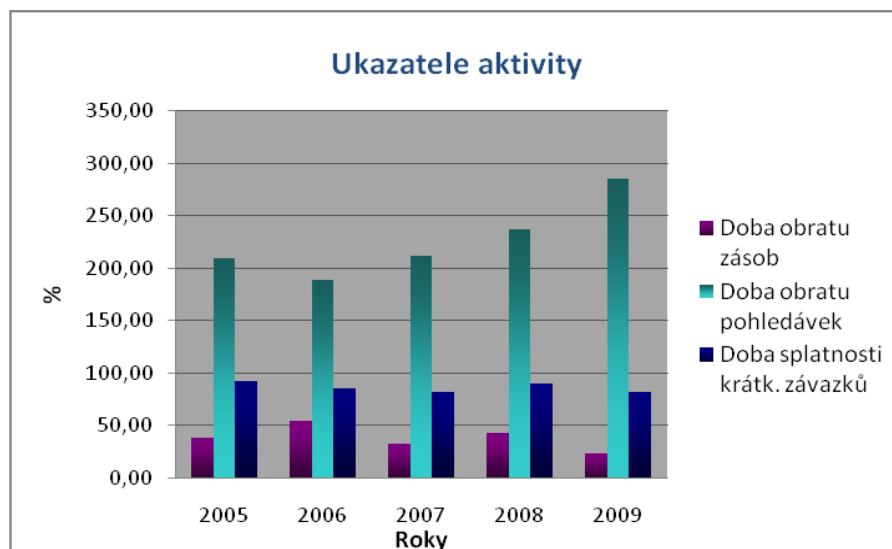
Relativní vázanost aktiv vyjadřuje, do jaké míry se dají zvyšovat tržby, bez rozšiřování kapacity. Ukazatel se každým rokem snižuje, podnik tedy každým rokem na stejném zařízení vyrobil větší objem tržeb.

Doba obratu zásob nám říká, kolik dní jsou v podniku vázány zásoby. Pro podnik není dobré mít příliš vysoké zásoby, protože tím zbytečně plýtvá finanční prostředky na skladování. V roce 2006 byla doba obratu zásob společnosti Iveco Czech Republic, a.s. 54,43 dní, ale v roce 2009 už tento ukazatel opět klesl, a to na hodnotu 23,5 dní, což je pro podnik příznivější.

Doba obratu pohledávek je průměrná doba, za kterou odběratelé splatí své závazky sledované společnosti. Ukazatel se pro společnost nevyvíjí nejlépe, nejnižší hodnoty dosáhl v roce 2006 (189 dní) a nejvyšší v roce 2009 (286 dní). Podnik by se měl snažit tento ukazatel snižovat.

Doba splatnosti krátkodobých závazků je nižší než doba obratu pohledávek, to může vést k tomu, že firma nebude mít dostatek finančních prostředků na zaplacení dodavatelům. Čistý pracovní kapitál se ale vyvíjí pozitivně, takže společnost nemá problém se splácením závazků.

Graf 3.10: Ukazatele aktivity



Zdroj: Vlastní zpracování

➤ Ukazatele zadluženosti

Podstatou této analýzy je nalézt optimální vztah mezi cizím a vlastním kapitálem.

Tab. 3.9: Ukazatele zadluženosti

Ukazatele zadluženosti	2005	2006	2007	2008	2009
Podíl vlast. kapitálu na aktivech	70,75%	69,47%	70,17%	70,36%	75,24%
Celková zadluženost	29,25%	30,53%	29,83%	29,64%	24,76%
Zadluženost vlast. kapitálu	41,33%	43,95%	42,52%	42,13%	32,91%
Ukazatel úrokového krytí	13 174,3	10 474,6	19 935,6	877081,0	481148,7

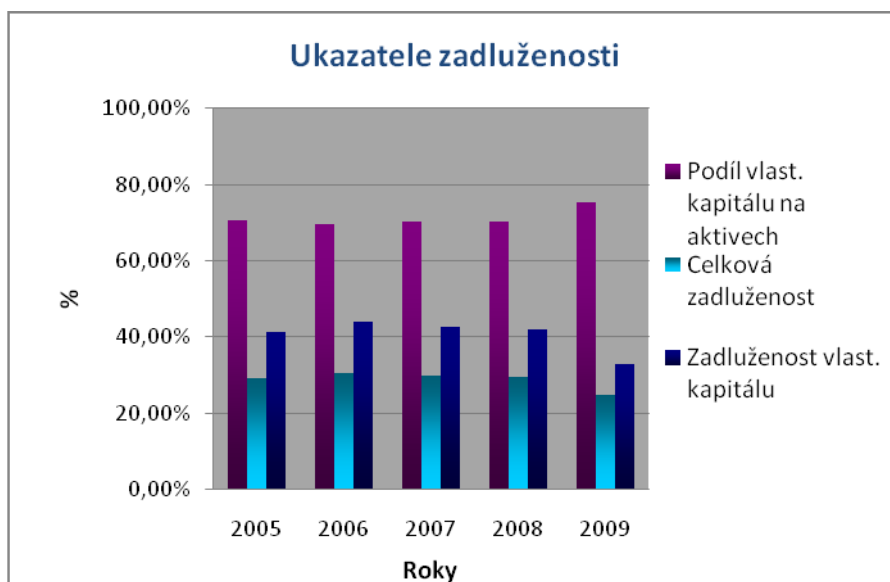
Zdroj: Vlastní zpracování

Podíl vlastního kapitálu na aktivech nám podává informaci o tom, jak je podnik schopen krýt svůj majetek vlastními zdroji. Tento ukazatel každým rokem roste, kromě roku 2006, kdy byl zaznamenán mírný pokles. Rostoucí trend je pro podnik žádoucí.

Celková zadluženost se každým rokem pohybuje kolem 30 %. Tato hodnota je pro podnik příznivá, protože čím nižší je tento ukazatel, tím nižší riziko společnost představuje pro akcionáře a věřitele.

Zadluženost vlastního kapitálu nám říká, z kolika procent se vlastní kapitál podílí na cizích zdrojích. Pro společnost Iveco Czech Republic, a.s. se tento ukazatel vyvíjí příznivě, protože je na nízké úrovni.

Graf 3.11: Ukazatele zadluženosti



Zdroj: Vlastní zpracování

3.3 Ocenění podniku

Cílem této části diplomové práce je ocenění společnosti Iveco Czech Republic, a.s. Společnost se oceňuje k 1.1. 2010. Abychom pomocí vybraných metod mohli provést ocenění podniku, musíme sestavit finanční plán.

3.3.1 Finanční plán

Pro ocenění výnosovými metodami je nezbytné sestavit finanční plán podniku. Dlouhodobý finanční plán je sestaven pro období 2010 – 2014.

Plánovaný výkaz zisku a ztráty

Důležitou roli při plánování výkazu zisku a ztráty hrají tržby. Průměrná hodnota růstu tržeb z předchozích období je 16 %. V propočtu nevycházíme pouze z minulého vývoje tržeb, ale také z výsledků strategické analýzy (z předpokládaného vývoje HDP apod.). Při zohlednění těchto faktorů počítáme, že tržby v letech 2010 a 2011 porostou o 11 % a v následujících třech letech vzrostou o 18 %. Celkové náklady činí 78 % z celkových tržeb. Další významnou položkou výkazu jsou osobní náklady, které v letech 2010 – 2014 budou klesat zhruba o 1,5 %. Ostatní provozní výnosy v plánovaném výkazu činí 3,5 % z celkových tržeb a ostatní provozní náklady mají hodnotu 3,9 % z tržeb. Odpisy jsou ve výši 13 % z dlouhodobého majetku. Finanční výsledek hospodaření v roce 2010 je odhadován ve výši 66 566 tis. Kč a v roce 2014 by měl vzrůst na hodnotu 114 200 tis. Kč. Rostoucí tendenci by měl mít i hospodářský výsledek za účetní období. Zkrácený plánovaný výkaz zisku a ztráty je v příloze č. 10.

Plánovaná rozvaha

Na hodnotě dlouhodobého majetku se nejvíce podílí dlouhodobý hmotný majetek, a to zhruba ze 70 %, meziroční nárůst dlouhodobého hmotného majetku je odhadován na 7 %. Hlavní podíl na této vysoké částce mají stavby a samostatné movité věci. Co se týče oběžných aktiv, tak největší část zaujímají krátkodobé pohledávky. Největší vliv na hodnotu

krátkodobých pohledávek mají pohledávky z obchodních vztahů a pohledávky za ovládanými a řízenými osobami.

Nejvíce se na celkových pasivech podílí vlastní kapitál, který má hodnotu zhruba 70 % z celkových pasiv. Významnou položkou je výsledek hospodaření minulých let, který má rostoucí tendenci, jak v předchozích letech, tak i v plánované rozvaze. Vysokou hodnotu hospodářského výsledku minulých let zapříčiňuje hlavně nerozdělený zisk minulých let. Základní kapitál společnosti je neměnný, má tedy každoročně hodnotu 1 065 559 tis. Kč. Fondy ze zisku mají hodnotu zhruba 3 % z celkových pasiv. Cizí zdroje tvoří také podstatnou část pasiv, nejvíce se na této hodnotě podílí krátkodobé závazky, konkrétně jde o závazky z obchodních vztahů. Zkrácená plánovaná rozvaha se nachází v příloze č. 9.

3.3.2 Účetní metoda ocenění podniku

Hodnota podniku je odvozena z historických cen. Účetní hodnotu podniku získáme, když od celkového majetku společnosti odečteme účetní hodnotu závazků a dluhů.

Tab. 3.20: Účetní hodnota podniku k 1.1. 2010 (v tis. Kč)

Celkový majetek podniku v účetní hodnotě	9 334 281
- cizí zdroje v účetní hodnotě	3 071 506
= účetní hodnota podniku	6 262 775

Zdroj: Vlastní zpracování

Dle účetní metody je hodnota podniku Iveco Czech Republic, a.s. 6 262 775 tis. Kč. Tato metoda má v ocenění podniku spíše doplňkovou a informativní úlohu.

3.3.3 Metoda diskontovaných peněžní toků – DCF equity

Náklady kapitálu

Společnost Iveco Czech Republic, a.s. nemá žádný bankovní úvěr, proto určujeme náklady nezadlužené společnosti. Náklady vlastního kapitálu stanovíme pomocí stavebnicové metody.

Náklady na vlastní kapitál

Průměrný výnos ze státních dluhopisů dle ČNB z roku 2009 byl 4,67 %. Úplatné cizí zdroje (bankovní úvěry a obligace) jsou nulové, proto se riziková přírážka za velikost podniku (R_{LA}) rovná 5 %. X_1 zde po výpočtu vyšlo menší než EBIT, z toho plyne, že riziková přírážka za podnikatelské riziko ($R_{podnikatelské}$) se rovná 0 %. Průměrná likvidita průmyslu se rovná 1,49, takže $i_{XL} = 1,49$. Celková likvidita podniku je 3,8, takže riziková přírážka za riziko vyplývající z finanční stability ($R_{finstab}$) se rovná 0 %. Stejným postupem dostaneme hodnoty za další období.

Tab. 3.10: Odhad nákladů kapitálu stavebnicovou metodou

hodnoty v %	2009	2010	2011	2012	2013	2014
R_F	4,67	3,75	1,22	1,54	2,13	2,8
$R_{podnikatelské}$	0	0	0	0	0	0
R_{LA}	5	5	5	5	5	5
$R_{finstab}$	0	0	0	0	0	0
$WACC_u = R_E$	9,67	8,75	6,22	6,54	7,13	7,8

Zdroj: Vlastní zpracování + elektronické publikace⁴

V tabulce 3.11 je vypočítán plánovaný volný peněžní tok (FCF) metodou DCF entity a diskontované FCF pro roky 2010 až 2014.

⁴ Finanční analýza podnikové sféry za rok 2009. Dostupný z WWW: <<http://www.mpo.cz/>>.

Dluhopisy online – Státní dluhopisy ČR. [online]. [cit. 2011-03-25] Dostupný z WWW: <<http://www.patria.cz/>>.

Výpočet diskontních faktorů:

$$DF_{2010}: 1 / (1 + WACC_{2010}) = 0,92$$

$$DF_{2011}: (DF_{2010} * (1 / (1 + WACC_{2011}))) = 0,87$$

$$DF_{2012}: (DF_{2010} * DF_{2011} * (1 / (1 + WACC_{2012}))) = 0,75$$

$$DF_{2013}: (DF_{2010} * DF_{2011} * DF_{2012} * (1 / (1 + WACC_{2013}))) = 0,56$$

$$DF_{2014}: (DF_{2010} * DF_{2011} * DF_{2012} * DF_{2013} * (1 / (1 + WACC_{2014}))) = 0,31$$

Tab. 3.11: Stanovení FCF a diskontovaného FCF

v tis. Kč	2010	2011	2012	2013	2014
investice do provozně nutného DM	346 898	364 683	383 443	403 236	424 121
investice do provozně nutného prac.kapitálu	205 529	910 555	1 012 015	1 124 713	1 249 888
předběžný peněžní tok z provozu	1 620 299	1 889 552	2 367 358	2 928 626	3 337 011
volný peněžní tok FCF	1 067 871	614 314	971 899	1 400 677	1 663 002
Odřičitel pro diskontní míru	0,92	0,87	0,75	0,56	0,31
Diskontované FCF	982 441	534 453	728 924	784 379	515 531

Zdroj: Vlastní zpracování

Dvoufázová metoda DCF

Hodnota 1. fáze

Tuto hodnotu získáme součtem diskontovaných volných peněžních toků z roku 2010 – 2014. Výsledná hodnota tedy je 3 020 860 tis. Kč.

Hodnota 2. fáze

Odhadované tempo růstu g od roku 2015 je 2 %. Hodnotu určíme odhadem podle vývoje HDP.

$$FCF_{T+1} = FCF_T * (1 + g)$$

$$FCF_{2015} = 1 451 682 \text{ tis. Kč}$$

Pokračující hodnotu (T) spočítáme dle vzorce (2.14).

$$PH_T = 1 451 682 / (0,0875 - 0,02) = 21 506 400 \text{ tis Kč}$$

Pokračující hodnota diskontovaná k datu ocenění:

$$SH_{PH} = PH_T / (1 + i_k)^T = 19 776 000 \text{ tis. Kč}$$

Celkovou hodnotu podniku zjistíme jako součet první a druhé fáze. Hodnota první fáze je 3 020 860 tis. Kč, hodnota druhé fáze je 19 776 000 tis. Kč, takže celková hodnota podniku činí 22 796 860 tis. Kč.

3.3.4 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Propočet výnosové hodnoty paušální metodou

V paušální metodě vycházíme z minulých období, konkrétně z let 2005 až 2009 a výstupem této metody je zjištění odnímatelného čistého výnosu. Postup metody vidíme v tabulce č. 3.12.

Tab. 3.12: Upravený hospodářský výsledek

v tis. Kč	2005	2006	2007	2008	2009
HV před zdaněním	500 586	932 148	1 933 654	1 754 160	1 443 443
(+) odpisy	177 646	190 462	218 738	237 798	258 034
(-) finanč.výnosy	130 731	170 692	340 740	725 495	569 071
(-) tržby z prodeje DM	26 565	20 765	28 491	26 274	10 380
(+) ZC prodaného DM	8 526	12 923	10 768	18 506	15 370
(+) mimořádné osob.náklady	0	0	0	0	0
(-) mimořádné výnosy	0	0	0	0	0
(+) mimořádné náklady	0	0	0	2 895	0
Upravený VH	529 462	944 076	1 793 929	1 261 590	1 137 396
Inflace	1,9%	2,5%	2,8%	6,3%	1,0%
Cenový index řetězový	1,019	1,025	1,028	1,063	1,01
Cenový index bazický vztažen k roku 2009	1,097	1,087	1,071	1,052	1,000
VH upravený o inflaci	482 721	868 402	1 674 641	1 198 689	1 137 396
Váhy	1	2	3	4	5
VH upravený o inflaci a váhy	482 721	1 736 804	5 023 922	4 794 754	5 686 980

Zdroj: Vlastní zpracování

Základem pro výpočet paušální metodou je hospodářský výsledek před zdaněním za období 2005 – 2009, který upravíme o odpisy, finanční a mimořádné výnosy, tržby z prodeje dlouhodobého majetku, zůstatkovou cenu dlouhodobého majetku mimořádné náklady a mimořádné osobní náklady. Po těchto krocích získáme upravený hospodářský výsledek. Dále musíme znát inflaci, která je uvedena již ve strategické analýze

makroprostředí. Z inflace zjistíme cenový řetězový index, z něhož následně vypočteme cenový index bazický, který se vztahuje k roku 2009. Poté byly stanoveny váhy dle významnosti a posloupnosti v čase a tím jsme došli k výsledku hospodaření upravenému o inflaci a váhy.

Z hospodářského výsledku upraveného o inflaci a váhy vypočítáme trvale odnímatelný výnos před odpisy a daní, který se vypočte jako součet hospodářských výsledků upravených o inflaci a váhy, vydělený součtem vah. Z tab. 3.13 lze vyčíst postup pro výpočet a výsledek trvale odnímatelného čistého výnosu po dani.

Tab. 3.13: Výpočet trvale odnímatelného čistého výnosu (v tis. Kč)

Trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy	1 181 679
Odpisy (rok 2009)	258 034
Trvale odnímatelný čistý výnos před daní	923 645
Daň (19 %)	175 492
Trvale odnímatelný čistý výnos po dani	748 152

Zdroj: Vlastní zpracování

V tab. 3.14 je proveden výpočet kalkulované úrokové míry. Hodnota R_E je převzata z tab. 3.10 a dlouhodobá inflace je průměrem hodnot inflace za období 2005 – 2009 uvedené ve strategické analýze makroprostředí.

Tab. 3.14: Výpočet kalkulované úrokové míry očištěné o inflaci

$WACC_U = R_E$	8,75%
Dlouhodobá inflace	2,90%
Kalkulovaná úroková míra	5,85%

Zdroj: Vlastní zpracování

Podílem trvale odnímatelného čistého výnosu po dani a kalkulované úrokové míry získáme výnosovou hodnotu vlastního kapitálu, která činí 12 788 923 tis. Kč.

3.3.5 Metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA)

Ukazatel EVA (economic value added) měří ekonomický zisk. Budeme zde pracovat se ziskem z hlavního provozu podniku (NOPAT), s průměrnými váženými náklady (WACC) a s čistými operačními aktivy (NOA).

Při výpočtu NOPAT postupujeme tak, že od provozního výsledku hospodaření odečteme daň (19 %).

Tab. 3.15: Výpočet NOPAT

v tis. Kč	2010	2011	2012	2013	2014
EBIT	1 718 904	2 039 636	2 617 354	3 297 608	3 788 592
Daňová sazba	19%	19%	19%	19%	19%
Daň	326 592	387 531	497 297	626 546	719 832
NOPAT	1 392 313	1 652 105	2 120 057	2 671 063	3 068 760

Zdroj: Vlastní zpracování

Pro výpočet čistých operačních aktiv (NOA) od celkových aktiv odečteme položky uvedené v Tab. 3.16. Následně propočteme průměrné NOA a to použijeme do výpočtu ekonomické přidané hodnoty.

Tab. 3.16: Výpočet NOA

v tis. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Celková aktiva	12 405 787	13 853 604	15 474 788	17 290 442	19 324 263	21 602 870
- krátkodobý finanční majetek	197 538	183 710	170 851	158 891	147 769	137 425
- dlouhodobý finanční majetek	234	234	234	234	234	234
- krátkodobé závazky	2 797 905	3 809 741	4 255 567	4 754 871	5 314 172	5 940 789
- rezervy	233 729	277 072	309 496	345 809	386 485	432 057
- pozemky	17 900	17 900	17 900	17 900	17 900	17 900
NOA	9 158 481	9 564 947	10 720 741	12 012 736	13 457 703	15 074 465
Průměrné NOA		9 361 714	10 142 844	11 366 739	12 735 219	14 266 084

Zdroj: Vlastní zpracování

Ukazatel EVA vypočítáme pomocí vzorce 2.20, kde od provozního výsledku odečteme průměrné vážené náklady kapitálu vynásobené čistými operačními aktivy.

Tab. 3.17: Výpočet ekonomické přidané hodnoty (EVA)

v tis. Kč	2010	2011	2012	2013	2014
NOPAT	1 392 313	1 652 105	2 120 057	2 671 063	3 068 760
Průměrné NOA	9 361 714	10 142 844	11 366 739	12 735 219	14 266 084
WACC	8,75%	8,75%	8,75%	8,75%	8,75%
EVA	596 567	789 963	1 153 884	1 588 569	1 856 142

Zdroj: Vlastní zpracování

EVA jako nástroj ocenění podniku

V Tab. 3.18 můžeme vidět výpočet současné hodnoty ukazatele EVA, který získáme součtem hodnot za období 2010 – 2013. Současná hodnota ukazatele EVA se tedy rovná 2 920 673 tis. Kč.

Tab. 3.18: Současná hodnota EVA (roční)

	1. fáze				2. fáze
	2010	2011	2012	2013	2014
EVA	596 567 tis. Kč	789 963 tis. Kč	1 153 884 tis. Kč	1 588 569 tis. Kč	1 856 142 tis. Kč
WACC	8,75%	8,75%	8,75%	8,75%	8,75%
Odúročitel	0,92	0,87	0,75	0,56	
Diskontovaná EVA	548 842 tis. Kč	687 268 tis. Kč	865 413 tis. Kč	889 599 tis. Kč	
současná hodnota =	2 991 122 tis. Kč				

Zdroj: Vlastní zpracování

$$\begin{aligned}\text{EVA v prvním roce druhé fáze} &= \text{NOPAT}_{2014} - \text{NOA}_{2013} * \text{WACC} \\ &= 3068\,760 - 13\,316\,995 * 0,0875 \\ &= \mathbf{1\,165\,237 \text{ tis. Kč}}\end{aligned}$$

$$\text{PH} = \text{EVA}_{2014} / \text{WACC} - g = 1\,165\,237 / (0,0875 - 0,02) = \mathbf{17\,262\,770 \text{ tis. Kč}}$$

V tab. 3.19 je vidět výpočet vlastního kapitálu společnosti Iveco Czech Republic, a.s. k 1.1. 2010. Hodnotu MVA (=hodnota přidaná trhem) získáme součtem současné hodnoty první a druhé fáze. Výsledná hodnota vlastního kapitálu společnosti činí 23 498 774 tis. Kč.

Tab. 3.19: Hodnota vlastního kapitálu k 1.1. 2010 v tis. Kč

Současná hodnota 1. fáze	2 991 122
Současná hodnota 2. fáze (PH/(1+WACC) ⁵)	11 349 171
MVA	14 340 293
NOA (k 1.1. 2010)	9 158 481
Provozní hodnota brutto	23 498 774
Uročený cizí kapitál (k 1.1. 2010)	0
Provozní hodnota netto	23 498 774
Výsledná hodnota VK	23 498 774

Zdroj: Vlastní zpracování

3.3.6 Shrnutí výsledků jednotlivých metod

Společnost byla oceněna k 1.1. 2010 pomocí metod, které jsou pro přehlednost uvedeny v tabulce 3.20.

Tab. 3.20: Přehled výsledků jednotlivých metod

Metoda	Hodnota podniku (v tis.Kč)
Účetní hodnota	6 262 775
DCF	22 796 860
Metoda kapitalizovaných čistých výnosů	12 788 923
Metoda EVA	23 498 774

Zdroj: Vlastní zpracování

První použitou metodou pro ocenění podniku je účetní metoda, pomocí které vyšla hodnota vlastního kapitálu 6 262 775 tis. Kč. Tato metoda má nejnižší vypovídací schopnost, protože nepoužívá aktuální tržní ceny majetku, ale historické ceny.

Další metoda, použitá v diplomové práci, je metoda čistých kapitalizovaných výnosů, pomocí které vyšla hodnota kapitálu 12 788 923 tis. Kč. V této metodě se používají historická data a budoucnost se plánuje právě pomocí těchto údajů a pomocí kalkulované úrokové míry.

Hodnota podniku použitím dvoufázové metody DCF vyšla 22 796 860 tis. Kč. Tato hodnota je založena na predikci budoucích peněžních toků. Metoda je založena na odhadu finančního plánu, který nemusí být přesný.

Ocenění podniku metodou ekonomické přidané hodnoty se rovná částce 23 498 774 tis. Kč. Tato hodnota je skoro čtyřikrát vyšší než hodnota podniku vypočtená pomocí účetní metody. Vyšší hodnota vyšla např. kvůli systému odpisů, kdy majetek může mít nulovou účetní hodnotu, ale má určitou reálnou hodnotu, protože je stále využíván.

4 Návrhy a doporučení pro společnost

Z výsledků finanční analýzy můžeme vyvodit, že na podniku Iveco Czech Republic, a.s. se v letech 2008 – 2009 podepsala hospodářská krize. Můžeme říci, že společnost je finančně „zdravá“, ale hodnoty některých ukazatelů se oproti roku 2007 mírně zhoršily. Např. doba splatnosti krátkodobých závazků je nižší než doba obratu pohledávek, což pro podnik není příznivý vývoj. Doba obratu pohledávek vzrostla v roce 2009 hlavně díky prodloužení doby splatnosti na trzích střední a východní Evropy v důsledku krize. Tato skutečnost může vést k tomu, že podnik nebude v budoucnu schopen splatit včas své závazky. Společnosti Iveco Czech Republic, a.s. bych na základě tohoto výsledku doporučila, aby zkrátila dobu splatnosti vystavených faktur. Dále aby byla důraznější při vymáhání pohledávek, případně aby nabízela slevy nebo výhody při včasném zaplacení.

Ocenění společnosti bylo provedeno k datu 1.1. 2010. Ke zjištění hodnoty podniku byla použita metoda DCF, metoda kapitalizovaných čistých výnosů, účetní metoda a metoda ekonomické přidané hodnoty.

Míra spolehlivosti účetní metody je velmi nízká, protože je založena na historických účetních datech. Společnost by ji tedy neměla přikládat velkou důležitost a brát ji spíše jako orientační hodnotu.

Nejvyšší hodnota podniku, byla vypočtena pomocí ekonomické přidané hodnoty. Vyšší hodnota může být způsobena například těžko ocenitelnými aktivy, která nejsou uvedena v účetních výkazech společnosti. Mezi tyto aktiva řadíme např. goodwill.

Metoda čistých kapitalizovaných výnosů závisí nejen na upravených hospodářských výsledcích z minulých let, ale také na kalkulované úrokové míře. Kalkulovaná úroková míra se z velké části odvíjí od rizikové přírážky. Společnost by mohla dosáhnout vyšší hodnoty, pokud by se ji podařilo snížit právě rizikovou přírážku.

Hodnota podniku stanovená metodou DCF je založena na sestavení finančního plánu, kdy oceňovatel musí brát v úvahu veškeré vlivy působící na podnik. Odhad budoucích peněžních toků je založen na Gordonově předpokladu stabilního růstu. Tempo růstu se odvíjí

od upravených hospodářských výsledků, vývoje makroekonomických ukazatelů a také od úsudku odhadce. Odhad budoucích finančních toků tedy není zcela přesný a společnost by se na něj neměla příliš spoléhat.

5 Závěr

Cílem diplomové práce bylo zhodnotit finanční zdraví a poté ocenit společnost Iveco Czech Republic, a.s. k 1.1. 2010 pomocí vybraných metod.

Práce se dělí na část teoretickou a praktickou. V teoretické části je popsána finanční analýza, postup a informace o základních metodách ocenění podniku a dále se tu nachází základní informace o podniku Iveco Czech Republic, a.s.

V části praktické jsme nejprve provedli strategickou analýzu, která nás informuje o makro a mikroprostředí. Poté byla provedena finanční analýza a naposled samotné ocenění podniku vybranými metodami. Jako podklady pro zpracování aplikační části jsem použila výkazy společnosti za roky 2005 – 2009.

Dle finanční analýzy můžeme konstatovat, že společnost Iveco Czech Republic, a.s. je finančně zdravá. Ačkoliv některé ukazatele se v letech 2008 – 2009 vyvíjeli méně příznivě než v letech předchozích, stále můžeme hovořit o prosperujícím podniku. Ukazatelem, který se pro podnik nevyvíjí příznivě, je doba obratu pohledávek. V roce 2009 stoupla hodnota tohoto ukazatele na 286 dní. Je to doba, za kterou odběratelé splatí své závazky, a podnik by se měl snažit tento ukazatel snižovat, protože by mohlo hrozit, že nebude mít dostatek peněžních prostředků na splacení svých závazků. Společnosti bych doporučila zkrátit dobu splatnosti pohledávek, ačkoli se splácením svých závazků zatím nemá problémy.

Cílem práce bylo získat hodnotu podniku, která byla zjišťována pomocí čtyř různých metod. Jednotlivé výsledky se od sebe liší a to hlavně díky postupu jednotlivých metod. Metoda diskontovaných peněžních toků používá pro výpočet budoucí finanční plány, kdežto metoda kapitalizovaných zisků (paušální) nebo účetní metoda získávají údaje z výkazů

minulých let. Nejnižší hodnota podniku byla stanovena účetní metodou, která má hodnotu 6 262 775 tis. Kč a nejvyšší hodnoty ocenění bylo dosaženo metodou ekonomické přidané hodnoty, kdy byl podnik oceněn částkou 23 498 774 tis. Kč. Dá se říci, že toto jsou určité hranice, mezi kterými by se opravdová hodnota podniku měla pohybovat.

Hodnotu podniku nemůžeme dle použitých metod stanovit s úplnou přesností, protože pracujeme s údaji historickými nebo plánovanými budoucími hodnotami. Tyto budoucí plány pracují se stabilním odhadem tempa růstu, což v praxi většinou není pravda. Hodnota podniku záleží také na prostředí, které je velmi proměnlivé. V diplomové práci se pracuje s předpoklady, které nemusí být naplněny, a hodnota podniku se tím změní.

Seznam použité literatury

- [1] COPELAND, T.; KOLLER, T., MURRIN, J. *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. 3rd ed. New York: Wiley, 2000. 490 s. ISBN 9-471-36190-9.
- [2] DLUHOŠOVÁ, D. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 1. vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2006. 191 s. ISBN 80-86-119-58-0.
- [3] GRÜNWALD, R.; HOLEČKOVÁ, J; TERNER, T. *Finanční analýza a plánování*. Praha: Nad zlato, 1992. 109 s. ISBN 90-900383-8-7.
- [4] JANOK, M.; a kol. *Ukazovatele finančnej analýzy podniku*. 1. vyd. Bratislava: MIKA-Conzult, 2000. 110 s. ISBN 80-967295-8-6.
- [5] KAŠÍK, J.; MICHALKO, M. *Podniková diagnostika*. Ostrava: Tandem, 1998. 343 s. ISBN 80-902167-4-9.
- [6] KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. 1.vyd. Praha: C.H. Beck, 1999. 230 s. ISBN 80-7179-227-6.
- [7] KISLINGEROVÁ, E.; a kol. *Manažerské finance*. vyd. 1. Praha: C.H. Beck, 2004. 714 s. ISBN 80-7179-802.
- [8] KOVANICOVÁ, D., KOVANIC, P. *Podklady skryté v účetnictví*. Díl II. - Finanční analýza výkazů. 2. vyd. Praha: Polygon, 1995. 504 s. ISBN 80-85967-07-3.
- [9] KOVÁŘ, F. *Strategický management*. Edice učebních textů. Management. Praha : Vysoká škola ekonomie a managementu, 2008. 206 s. ISBN 978-80-86730-33-2.
- [9] MAŘÍK, M.; a kol. *Metody oceňování podniku*. 2.vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.

- [10] MAŘÍK, M.; MAŘÍKOVÁ, P. Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku. 2. vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2005. 164 s. ISBN 80-86119-61-0.
- [11] SCHOLLEOVÁ, H. *Ekonomické a finanční řízení pro neekonomy*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing a.s., 2008. 256 s. ISBN 978-80-247-2424-9.
- [12] SŮVOVÁ, H.; a kol. *Finanční analýza v řízení podniku, v bance a na počítači*. 1. vyd. Praha: SEFIRA s. r. o., 1999. 622 s. ISBN 80-7265-027-0.
- [13] VALACH, J.; a kol. *Finanční řízení podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, s. r. o., 1999. 324 s. ISBN 80-86119-21-1.
- [14] WÖHE, G.; KISLINGEROVÁ, E. Úvod do podnikového hospodářství. 2. vyd. Praha: C.H. Beck, 2007. 928 s. ISBN 978-80-7179-897-2.

Internetové zdroje:

- [1] ČSÚ: Český statistický úřad. Česká republika v číslech 2010: Hrubý domácí produkt. [online]. 2011 [cit. 20. března 2011]. Dostupné z WWW: <[http://www.czso.cz/csu/2010edicniplan.nsf/t/ED00377ECD/\\$File/14091006.pdf](http://www.czso.cz/csu/2010edicniplan.nsf/t/ED00377ECD/$File/14091006.pdf)>
- [2] ČSÚ: Český statistický úřad. Česká republika v číslech 2010. Makroekonomické údaje. [online]. 2011 [cit. 20. března 2011]. Dostupné z WWW: <<http://www.czso.cz/csu/2010edicniplan.nsf/p/1409-10>>
- [3] Finance.cz: Poznejte hodnotu informace. Úrokové sazby České národní banky. Vývoj úrokových sazeb ČNB od roku 2001. [online]. 2010 [cit. 20. března 2011]. Dostupné z WWW: <<http://www.finance.cz/bankovnictvi/sazby-cnb/>>
- [4] MPO: Ministerstvo průmyslu a obchodu. Panorama zpracovatelského průmyslu ČR 2009. [online]. 2011 [cit. 21. března 2011]. Dostupné z WWW: <<http://www.mpo.cz/dokument84178.html>>
- [5] MPO: Ministerstvo průmyslu a obchodu. Finanční analýza podnikové sféry za rok 2009. [online]. 2010 [cit. 21. března 2011]. Dostupné z WWW: <<http://www.mpo.cz/dokument76325.html>>
- [6] PATRIA ONLINE. Dluhopisy online – státní dluhopisy ČR. [online]. 2011 [cit. 21. března 2011]. Dostupné z WWW: <<http://www.patria.cz/kurzy/online/dluhopisy.html>>

Ostatní zdroje:

- [1] Výroční zpráva společnosti Iveco Czech Republic, a.s. za rok 2005. 1. vyd. Vysoké Mýto: Iveco Czech Republic, a.s., 2005.
- [2] Výroční zpráva společnosti Iveco Czech Republic, a.s. za rok 2006. 1. vyd. Vysoké Mýto: Iveco Czech Republic, a.s., 2006.
- [3] Výroční zpráva společnosti Iveco Czech Republic, a.s. za rok 2007. 1. vyd. Vysoké Mýto: Iveco Czech Republic, a.s., 2007.
- [4] Výroční zpráva společnosti Iveco Czech Republic, a.s. za rok 2008. 1. vyd. Vysoké Mýto: Iveco Czech Republic, a.s., 2008.
- [5] Výroční zpráva společnosti Iveco Czech Republic, a.s. za rok 2009. 1. vyd. Vysoké Mýto: Iveco Czech Republic, a.s., 2009.
- [6] Zákon č. 513/1991 Sb., Obchodní zákoník.
- [7] International Valuation Standards 2005. 7. vyd. London: Internacional Standards Committe, 2005.

Seznam zkratek

A	aktiva
APV	upravená současná hodnota
BÚ	bankovní úvěry
CK	cizí kapitál
d	sazba daně z příjmu
EBIT	zisk před odečtením úroků a daní
EVA	ekonomická přidaná hodnota
FCF	volný peněžní tok
FCFF	volný peněžní tok do firmy
g	tempo růstu volného peněžního toku
i_k	kalkulovaná úroková míra na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu
K	celková tržní hodnota investovaného kapitálu
KPVH	korigovaný provozní výsledek hospodaření po daních
KPVH _D	korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi
n_{ck}	očekávaná výnosnost do doby splatnosti cizího kapitálu vloženého do podniku
n_{vk}	očekávaná výnosnost vlastního kapitálu oceňovaného podniku
NOA	čistá operační aktiva
NOPAT	zisk z operační činnosti podniku
OBL	obligace
PH	pokračující hodnota
R_F	bezriziková úroková míra
$R_{finstab}$	riziková přírážka za riziko vyplývající z finanční stability
R_{LA}	riziková přírážka za velikost podniku
$R_{podnikatelské}$	riziková přírážka za obchodní podnikatelské riziko
ROA	rentabilita úhrnných vložených prostředků
ROE	rentabilita vlastního kapitálu
ROS	rentabilita tržeb
TCV	trvale odnímatelný čistý výnos
Ú	úroky

VH	výsledek hospodaření
VK	vlastní kapitál
WACC	průměrné vážené náklady kapitálu
WACC _u	náklady celkového kapitálu nezadlužené firmy

Prohlašuji, že

- jsem byla seznámena s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- беру на ве́домі́, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou práci užít (§ 35 odst.3);
- souhlasím s tím, že diplomová práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou (bakalářskou) práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne 21. 4. 2011

.....
jméno a příjmení studenta

Adresa trvalého pobytu studenta

Spořilov 753

561 51 Letohrad

Seznam příloh

Příloha č. 1: Rozvaha společnosti Iveco Czech Republic, a.s. (2005 – 2009)

Příloha č. 2: Výkaz zisku a ztráty společnosti Iveco Czech Republic, a.s. (2005 – 2009)

Příloha č. 3: Cash flow společnosti Iveco Czech Republic, a.s. (2005 – 2009)

Příloha č. 4: Horizontální analýza rozvahy společnosti Iveco Czech Republic, a.s. (2005 – 2009)

Příloha č. 5: Vertikální analýza rozvahy společnosti Iveco Czech Republic, a.s. (2005 – 2009)

Příloha č. 6: Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty společnosti Iveco Czech Republic, a.s. (2005 – 2009) – absolutní změny

Příloha č. 7: Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty společnosti Iveco Czech Republic, a.s. (2005 – 2009) – relativní změny

Příloha č. 8: Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty společnosti Iveco Czech Republic, a.s. (2005 – 2009)

Příloha č. 9: Zkrácená plánovaná rozvaha společnosti Iveco Czech Republic, a.s. (2010 – 2014)

Příloha č. 10: Zkrácený plánovaný výkaz zisku a ztráty společnosti Iveco Czech Republic, a.s. (2010 – 2014)